全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上海市"十三五"重点图书出版规划
世界经济危机研究译丛

汇添富基金·世界资本经典译丛

The Panic of 1907
Lessons Learned from the Market's Perfect Storm

1907年金融大恐慌

从市场完美风暴中汲取教训

罗伯特·F.布鲁纳(Robert F. Bruner)
圣恩·D.卡尔(Sean D. Carr) 著

(2007年肇始的次级抵押贷款危机)与1907年金融大恐慌相类似，这应是显而易见的。
——保罗·克鲁格曼(Paul Krugman)，2008年诺贝尔经济学奖获得者


上海财经大学出版社

WILEY

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上海市"十三五"重点图书出版规划

世界经济危机研究译丛

 汇添富基金·世界资本经典译丛

1907年金融大恐慌

——从市场完美风暴中汲取教训

罗伯特·F.布鲁纳
(Robert F. Bruner)
圣恩·D.卡尔
(Sean D. Carr) 著

杨培雷 杨卓尔 译

 上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

1907年金融大恐慌:从市场完美风暴中汲取教训/(美)布鲁纳(Bruner,R. F.),(美)卡尔(Carr,S.D.)著;杨培雷,杨卓尔译. 一上海:上海财经大学出版社,2016.11
(世界经济危机研究译丛)
(汇添富基金·世界资本经典译丛)
书名原文:The Panic of 1907
ISBN 978-7-5642-2369-4/F·2369

Ⅰ.①1… Ⅱ.①布… ②卡…③杨…④杨… Ⅲ.①金融危机-研究-美国-1907 Ⅳ.①F837.125.9

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第027628号

□ 责任编辑 李成军
□ 封面设计 张克瑶
□ 版式设计 孙国义

1907 NIAN JINRONG DAKONGHUANG
1907年金融大恐慌
——从市场完美风暴中汲取教训

罗伯特·F.布鲁纳
(Robert F.Bruner)
圣恩·D. 卡尔 著
(Sean D.Carr)

杨培雷 杨卓尔 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路321号乙 邮编200434)
网 址:http://www.sufep.com
电子邮箱:webmaster @ sufep.com
全国新华书店经销
上海华业装璜印刷厂印刷装订
2016年11月第1版 2016年11月第1次印刷

787mm×1092mm 1/16 14.5印张(插页:7) 236千字
印数:0 001—3 000 定价:55.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

拨动琴弦

唱一首**经典**

资本脉络

在**伦巴第**和**华尔街**坚冷的墙体间，仍然

依稀可见



千百年后

人们依然会穿过泛黄的书架

取下

这些**书简**

就像我们今天，**怀念**

秦关汉月

大漠孤烟

……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图字:09-2015-772 号

The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm

Robert F.Bruner, Sean D.Carr

Copyright © 2007 by Robert F.Bruner and Sean D.Carr.

All Rights Reserved. This translation published under license.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning or otherwise, except as permitted under Sections 107 or 108 of the 1976 United States Copyright Act, without the prior written permission of the Publisher.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS, Copyright © 2016.

2016 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有　翻版必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

财富是你知道别人爱你并因被爱而爱他人；财富是自我的认知、关系的认知以及目的的认知。

——彼得·J.戈梅斯(Peter J.Gomes)

人类世界的救赎只能依赖人的内心、人类自我的反省能力、人类的谦卑以及人类的责任。

——威克利夫·哈韦尔(Vaclav Havel)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

总 序

“世有非常之功，必待非常之人”。中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资人渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家、素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍！（It's simple to be a winner，work with winners.）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了十年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起。他称自己是“85％的格雷厄姆和15％的费雪”，他认为这正是自己成功的原因：“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理股份有限公司携手上海财经大学出版社，共同推出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上及1873年的伦巴第街，下至20世纪华尔街顶级基金经理人和当代“股神”巴菲特，时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

跨度长达百余年，汇添富基金希望能够借此套丛书，向您展示投资专家的大师风采，让您领略投资世界中的卓绝风景。

在本套丛书的第一到第十二辑里，我们先后为您奉献了《伦巴第街》《攻守兼备》《价值平均策略》《浮华时代》《忠告》《尖峰时刻》《战胜标准普尔》《伟大的事业》《投资存亡战》《黄金简史》《华尔街的扑克牌》《标准普尔选股策略》《华尔街50年》《先知先觉》《共同基金必胜法则》《华尔街传奇》《大熊市》《证券分析》《股票估值实用指南》《货币简史》《货币与投资》《黄金岁月》《英美中央银行史》《大牛市(1982～2004)》《从平凡人到百万富翁》《像欧奈尔信徒一样交易》《美国国债市场的诞生》《安东尼·波顿教你选股》《恐惧与贪婪》等71本讲述国外金融市场历史风云与投资大师深邃睿智的经典之作。而在此次推出的第十三辑中，我们将继续一如既往地向您推荐六本具有同样震撼阅读效应的经典投资著作。

塞万提斯在《堂·吉诃德》中提到，历史孕育了真理；它能和时间抗衡，把遗闻旧事保藏下来；它是往古的迹象、当代的鉴戒、后世的教训。《1907年金融大恐慌》就是这样一本能够让人警醒的书。这本书对1907年危机以及伟大的私人银行家J.P.摩根的危机管理做了透彻的、专家视角的、具有高度可读性的叙述。美国国会汲取了1907年的教训，于1913年启动了避免银行业恐慌、增进金融稳定的联邦储备系统。然而，往事并不如烟，在此之后发生的多次经济危机表明，危机和恐慌无论在过去还是在将来都是我们生活中的重要部分，从中汲取的教训及其与当今所发生的危机和恐慌的比照具有重要意义。

《财富之轮——从为人不齿到受人尊敬的投机史》一书全面描述了美国期货市场不断获利的过程中丰富多彩且又充满丑闻的历史。知名的商业历史学家和畅销书作者查尔斯·R.盖斯特详细地阐释了从美国南北战争开始前直到整个20世纪这一时间历程里，美国期货市场的产生、发展的全过程。包括在19世纪，那些雄心勃勃的商人们是如何在利益的驱使下，为了垄断黄金、白银和粮食市场而创立现代标准期货合约的；期货市场又是如何在人们的谩骂声中，艰难起步的；而到了20世纪，为何会有大量的公司、个人，甚至外国政府迅速进入这一领域。也许我们只有在还原历史的同时，才能在没有虚饰与矫情的空间中，解读智慧真实的内涵。本书在展示期货市场100多年来风雨历程的同时，还在人性层面对投机事件做了精彩解读。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资是一门充满神奇诱惑的艺术，顶级投资家的选股故事总是会引发我们的无限感慨和好奇探究。《至高无上(二)——汲取史上最伟大交易者投资策略的经验和教训》是第一本集中展现历史上顶级交易者策略的书籍。在这本书中，优秀的投资作家和投资历史学家约翰·波伊克向我们揭示了伯纳德·巴鲁克、杰西·利维摩尔、杰拉德·勒布、理查德·威科夫、吉姆·罗贝尔、欧奈尔等传奇交易者如何驾驭股票市场“这只野兽”，在繁荣与萧条期间获取财富，以及投资者如何才能获得财富。

成功品牌的创业史总是引发人们的无尽遐想。1989 年创立的培恩烈酒公司(Patrón Spirits Company)正是这样一个成功的品牌。《培恩之路》详细记述了初创品牌建设的非传统模式，培恩创始人之一马丁·克劳利和他的人生伴侣伊拉娜·埃德尔斯坦用非凡的创造力和独创的营销策略改变了烈酒行业，培恩成为龙舌兰酒品牌中销售额最大的商家，产品销售到全球 140 多个国家和地区。《培恩之路》完美融合了商业经验、创业灵感和扣人心弦的人生悲喜剧，向我们讲述了世界优质龙舌兰酒巨头的真实故事。

人们期盼已久的《海龟交易心经》一书是《海龟交易法则》的姊妹篇，是柯蒂斯·费思关于风险应对策略的又一力作。费思从对风险的本质的全面探索出发，勾勒出了用以抓住风险本性的一些被证明为行之有效的方法。正是这些策略使“海龟”成为投资界里令人钦羡的对象。费思在书中向我们描述了伟大的交易商们用来管理风险和不确定性的 7 大规则:(1)克服恐惧;(2)保持灵活;(3)承担合理的风险;(4)为错误做好准备;(5)主动寻求真相;(6)迅速回应变化;(7)聚焦决策而非结果。这些规则可以应用到你的职业和个人生活的任何领域。

美国的基金会诞生于 19 世纪末 20 世纪初，历经时光飞逝、通货膨胀以及每年的固定支出，这些资金如何保值增值并得以维持的呢?《基金会和捐赠基金投资》将为我们给出答案。本书重点突出地阐述了在基金会和捐赠基金日趋复杂的投资世界中，投资总监日益显见的重要性。通过检视各类投资总监的职业路径、投资哲学、面临的挑战和所获得的成功，为这一行业的其他投资者提供了可操作的建议。任何一位有志于投资管理的读者，都将会发现其异乎寻常的价值。

投资者也许会问:我们向投资大师、投资历史学习投资真知后，如何在中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股市实践应用大师们的价值投资理念?

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略,相信我们十多年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题:

首先,中国基金行业成立以来的投资业绩充分表明,在中国股市运用长期价值投资策略同样是非常有效的,同样能够显著地战胜市场。公司成立以来我们旗下基金的优秀业绩,就是最好的证明之一。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的,坚守基于深入基本面分析的长期价值投资,必定会有良好的长期回报。

其次,我们的经历还表明,在中国股市运用价值投资策略,必须结合中国股市以及中国上市公司的实际情况,做到理论与实践相结合,勇于创新。事实上,作为价值型基金经理人典范,彼得·林奇也是在总结和反思传统价值投资分析方法的基础上,推陈出新,取得了前无古人的共同基金业绩。

最后,需要强调的是,我们比巴菲特、彼得·林奇等人更加幸运,中国有持续快速稳定发展的经济环境,有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场,有一批快速成长的优秀上市公司,这一切将使我们拥有更多、更好的投资机会。

我们有理由坚信,只要坚持深入基本面分析的价值投资理念,不断积累经验和总结教训,不断完善和提高自己,中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的较好投资回报。

“他山之石,可以攻玉。”二十年前,当我在上海财经大学读书的时候,也曾经阅读过大量海外经典投资书籍,获益匪浅。今天,我们和上海财大出版社一起,精挑细选了上述这些书籍,力求使投资人能够对一个多世纪的西方资本市场发展窥斑见豹,有所感悟;而其中的正反两方面的经验与教训,亦可为我们所鉴,或成为成功投资的指南,或成为风险教育的反面教材。

“辉煌源于价值,艰巨在于漫长”,对于投资者来说,注重投资内在价值,精心挑选稳健的投资品种,进行长期投资,将会比你花心思去预测市场走向、揣测指数高低更为务实和有意义得多。当今中国正处在一个稳健发展和经济转型相结合的黄金时期,站在东方大国崛起的高度,不妨看淡指数,让你的心态从容超越股市指数的短期涨跌,让我们一起从容分享中国资本市场的美好未来。在此,汇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

添富基金期待着与广大投资者一起，伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展，迎来更加辉煌灿烂的明天！

张 晖

汇添富基金管理股份有限公司总经理

2016年1月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前言：真谛隐于碎片化的灾难

是什么原因导致了金融市场的完美风暴？诸如 1907 年金融恐慌和 2007 年次贷危机(仍在向着历史上更加戏剧化的名称变化)。或者说，在过去的世纪里，另外 19 次萧条和 15 次股市崩溃，究竟原因何在？

我诅咒中世纪伦敦的金匠以及人类大脑中的生理反应线。但是，理所当然，由于我具有神经病学家和金融理论家的职业背景，加之热爱市场发展的历史研究，导致我更强调结合生物学和中世纪的背景来解释经济史。关于最富启迪的、最细致的金融危机描述，我建议你阅读于 1907 年金融大恐慌百年纪念日之前出版的这一本书。在我读过的书中，关于导致金融危机的条件和因素、它们如何相互作用以及如何以不可预期的方式发生突变，本书给出了最好的阐释。

在你阅读本书之前，让我提供一些重要的故事背景。在过去 400 年左右的时间里，世界在一系列无休止的信用繁荣和泡沫破灭交替中发生剧烈震荡，这样的事件每隔一段时间就会发生，使得非专业的观察者都会怀疑是否如此愚蠢的行为已经硬化到我们的大脑，正如在接下来的几页中所读到的，诚然如斯。但是，在寻找生理本源之前，让我们先从事件本身的历史故事开始探究。

1650 年的英国是一个仅有 500 万人口的制度落后的小国，人口仅相当于意大利的一半、法国的 1/3，而且少于 1348～1349 年黑死病爆发前夕的人口数量。作为跨越全球的、宏大的、自由贸易的帝国两个世纪以后的事情，17 世纪中期的英国还只是一个弱小、落后的国家，为摆脱腐败的旧制度而挣扎，公海上的行径

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中，海盗与贸易同样重要。

在众多不足之中，中世纪晚期的英国缺乏的是富有功能的银行系统。随着英国大贸易组织的兴起，尤其是东印度公司的成立，远距离贸易兴盛起来，大量的黄金开始被运回伦敦。成功商人面对的最直接的问题就是找到安全的地方存放这些黄金，而最显而易见的存放地就是设备良好的金匠的金库。

金匠很快就发现，他们不仅可以收取存放费，而且可以通过借贷获利，可以获取的最大利得超过10%的年收益率。他们借出多少黄金呢？我们知道，在17世纪80年代中期，有一位著名的金匠叫弗朗西斯·查尔德(Francis Child)，他保管着价值大约100 000英镑的黄金，其中被他借出去的黄金价值大约30 000英镑。

还不仅仅如此。金匠给存放者的仅是一纸收据，由于这样的收据有金库里的黄金做支持，那么收据就起到了货币的作用。由于只有金匠才知道有多少黄金存放在他们的金库里，所以，他们开始印制比其实际持有的黄金量更多的货币。

如果超过70%的托管者出现在查尔德的门前，要求取回他们的黄金，查尔德将处于万劫不复的境地。这种情况发生的可能性有多大呢？事实上，这种情况发生的可能性为0。基于这样的理念形成这样预期：只要有足够的黄金存放在金匠的金库里，就会产生部分准备金的银行业务。所以，从统计意义上来说，存放者在同一时点取回他们存放的黄金，从而结束金匠银行家的甜蜜游戏，这样的情况是不可能发生的。

查尔德的运作方式是一种保守的运作方式。然而，其他金匠更加贪婪，在他们托管的黄金量中借出更大百分比的黄金，并且发行了远远超出他们持有黄金量的纸币。

这样的信用系统运行完全依赖诚信，然而，如果诚信不再，不可避免的结果就是“失信”。古典银行的运行与现代银行的运行相似[最近发生的北岩银行(Northern Rock)倒闭事件，就是这样的例子]。就我们的金匠银行家而言，只要信心还在，没有人会要回他们的黄金。但是，风起于青蘋之末，哪怕些许怀疑都将激发出奔腾的态势，从而毁掉最稳健的运作。遗憾的是，金库里的黄金数量不足以满足金匠店门前蜂拥而至的票据持有者的承兑要求。

英格兰银行以及城市银行和国家银行体系很快便取代了金匠银行，借助英

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

格兰银行允许的货币扩张链，很容易形成信用扩张。假设最初一个储户在 A 银行储蓄了1 000英镑，再假设银行体系只允许保守的准备金率，比如按照目前的标准，准备金率是 1/5，那么，A 银行可以留下 200 英镑放在金库里，贷出 800 英镑，甚至可以将全部1 000英镑放在金库里，而开出4 000英镑的本票。

从 A 银行得到新的资本的借款人可以将借款存入 B 银行，而 B 银行可以将这笔资金作为新的准备金，从而发放新的贷款。这笔新的贷款又将被存入 C 银行，如此循环往复，进而创造了近乎指数化的信用膨胀。

唯一的问题是，这样的银行体系运作良好恰恰依赖于良好的准备金状况。如果最初在 A 银行的储户要求拿回最初的1 000英镑，A 银行的金库里就不再有1 000英镑，所以 A 银行必须从借款人那里收回贷款，而借款人必须从 B 银行那里取回存款，进而涉及 C 银行，如此循环往复。这样就出现了繁荣与破灭的交替：与部分准备金银行体系相伴的银行扩张导致了一种新型的制度化不稳定。

如果人类像大学一年级新生教科书中所说的，是那种完全理性的、精于计算的经济人，一切都将是美好的。然而，事实并非如此。经济学家海曼·明斯基(Hyman Minsky)将信用运作区分为三种类型：对冲、投机与庞氏骗局。对冲运作是基于理性预期的现金流来偿付债务；投机运作并非如此，而是期望价格上涨来弥补亏空；而庞氏运作即使价格大幅上涨也无法持续下去，只能靠不断的借债来维持。

希望向风险借款人提供信贷的理性贷款人应仅限于对冲运作。当不可能再有对冲运作需要资金借贷而仅剩下投机运作和庞氏骗局时，理性贷款人应该停止贷出款项。可是，他们并不是这样做的。为什么不这样做呢?

神经系统科学领域近来的研究工作对此问题有了一些新的见解。我们可以想象人类的大脑是由两个系统构成的：一个是演化着的较老的小脑系统，另一个是较新的大脑皮层系统。小脑系统是由脑干构成的，支配着基本生理功能。与我们讨论的问题密切相关的是所谓的“大脑边缘系统”，位于脑干触突部位，调节着我们本能的情绪反应。

经过漫长的历史进化过程，人类的脑干和大脑边缘系统与青蛙及其他爬行动物并没有很大的差异。位于大脑边缘系统前端的、大致在每一只眼睛后面的，是被称为伏隔核的双体结构。通过在动物体内植入电极，脑神经系统科学家发现，在自我回馈系统下，回馈预期便被激活。在人身上使用功能性磁共振成像

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

仪,神经系统科学家发现,面对资金收益预期变化,双体结构伏隔核就会突起。事实上,它们是我们的“贪婪中心”,激活了在牛市中每日上午 9:29 都会打开(美国 NBC)消费者新闻与商业频道(CNBC)的容易受骗的散户,激活了在信用繁荣时期打算发放具有风险但具有潜在利润的不动产抵押银行家。虽然当时并不了解这些大脑神经系统知识,但是,作为经济史学家的查尔斯·金德尔伯格(Charles Kindleberger)心中已经有了双体结构伏隔核,他说出了最为著名的警句:“除了看到自己的朋友变富了,没有任何其他事情能够打搅一个人的幸福和决断。”

当信用周期出现逆反的时候,信用就会崩溃,我们大脑皮层系统的另一半,即杏仁核[1],就开始起作用。动物和人类的实验数据都表明,位于我们的太阳穴深处的杏仁核会因为厌恶、害怕和财务损失而受到刺激。在非洲丛林荒原时代,杏仁核对我们的祖先起到很好的作用,而在华尔街上杏仁核起到的好作用已经不再了。实验表明,杏仁核受损的病人(调节不愉快记忆的其他脑神经中枢亦然)在金融决策方面比在通常事务决策方面做得更好。

在过去100 000年左右的时间里——对于人类的进化而言,只是一眨眼的时间,人类位于大脑皮层的第二系统,即大脑皮层系统得到了极大的发展。在那里,我们进行着思考和计算。每一次借入、贷出或投资,我们理性的、运算的大脑皮层系统都会与大脑边缘系统进行一场战争。遗憾的是,每一次都是后者获胜。

在部分储备银行体系下,使用大脑边缘系统百万次——尽管这样做的是固执的银行家,你所能够获得的是繁荣—破灭周期。在本书中,罗伯特·F.布鲁纳和圣恩·D.卡尔给出了很好的描述。在过去的两个多世纪里,欧洲人和美国人慢慢地认识到,金融体系中需要规制性的断流器,在信用繁荣时期压制流动性,而在繁荣破灭时期则注入流动性。然而,正如作者所指出的,问题是随着世界财富越来越多,而且金融系统越来越复杂,规制性的调节器无法适应快速变化的环境,而变得越来越僵化。

1907 年,规制性的调节器是所谓“国民银行”系统的清算系统。国民银行系统的清算系统是不太正式的私人网络,在必要的时候,可以向守规矩的国民银行提供暂时性的资本注入。然而,与之并行的信托银行系统不受国民银行系统储

---

[1] 通常使用“杏仁核”术语时都是单数形式。作者倾向于复数形式。正如该术语所表示的,相应地存在两个影像:一个是双眼后面的贪婪,另一个是太阳穴内的恐惧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

备规则的约束，当它们开始增加向投机者借贷时，问题就出现了。

在2007～2008年的金融危机中，正是由不受规制的金融服务公司所构成的另一个平行银行系统吹起了人类历史上最大的信用泡沫，逐渐呈现出一系列几乎相同的事件。哈里·杜鲁门(Harry Truman)的意思是，金融领域仅有一个问题是新问题，那就是我们还没有读透历史。这就是为什么必须阅读罗伯特·F.布鲁纳和圣恩·D.卡尔关于两个"07年"解说的原因。

《纽约时报》首席财经记者弗洛伊德·纳里斯(Floyd Norris)是面对任何一本著作都显得漫不经心的人。他拿起这本书，又放下了，然后，当第二个"07年"金融危机出现时，他显然又拿起这本书(对于一本好书，他总会如此)。在后来的反馈中，他称赞《1907年金融大恐慌》是他曾经读过的最具洞察力的著述之一。在2008年2月22日《纽约时报》的博客评论中，纳里斯指出："去年我读了这本书，我认为书中揭示出的一些教训适用于当下，但是，我没有弄明白的是，这些教训怎会如此之快地又变成严重的现实问题?"

对此，我十分赞同。在这本书中，罗伯特·F.布鲁纳和圣恩·D.卡尔对正在华尔街、缅因街和华盛顿中心舞台上演的第二个"07年"金融剧产生的七大重要因素进行了深入探讨。他们所看到的历史相似性、所洞察的金融危机的性质和原因的智慧以及简明而又高明的独到见解，值得受困于金融危机的人们(顺便提一下，就是我们所有人)认真研究和一读再读。当罗伯特·F.布鲁纳和圣恩·D.卡尔带着你由过去走向未来时，坐好了，放轻松了，享受这段旅程吧!

威廉姆·J.伯恩斯坦
(William J. Bernstein)
2009年2月19日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

致 谢

我们衷心感谢各位同仁给予的思想指导和鼓励，他们分别是布莱恩·巴鲁(Brain Balough，弗吉尼亚大学)、查尔斯·卡洛米里斯(Charles Calomiris，哥伦比亚大学)、迪维特·克兰(Dwight Crane，哈佛商学院)、罗伯特·弗雷德(Robert Friedel，马里兰大学)、理查德·席拉(Richard Sylla，纽约大学)、威廉姆·哈鲍(William Harbaugh，弗吉尼亚大学)、罗伯特·帕雷诺(Robert Parrino，得克萨斯大学)、让·施特劳斯(Jean Strouse，纽约城市公共图书馆)和理查德·泰德劳(Richard Tedlow，哈佛商学院)。威廉姆·哈鲍、罗伯特·帕雷诺、让·施特劳斯和理查德·泰德劳还在本书写作过程中的不同阶段提出了有益的见解。弗吉尼亚大学达顿商学院的同事们，他们是彼得·德伯(Peter Debaere)、麦克·利普森(Marc Lipson)、弗兰克·沃诺克(Frank Warnock)以及金融与经济学论坛的参加者们，对本书的初稿提出了有益的评论。克里斯蒂娜·A.兹格纳—麦克菲尔森(Christina A. Ziegler-McPherson)在本书早期的章节形成过程中提供了有益的助研，而且我们采纳了她关于镀金时代(Gilded Age)和激进时代(Progressive Era)的看法。达顿图书馆的凯伦·马什·金(Karen Marsh King)在编年史方面提供了大量的帮助。我们的参考咨询馆员苏珊·诺里塞伊(Susan Norrisey)在收集历史档案记录的交易数据方面表现出非凡的睿智、坚持和耐心，她不知疲倦的工作态度令我们感动。威利出版公司的编辑们给予我们充分的理解并对我们的工作提出独到的见解，我们对他们表示感谢，他们是帕梅拉·冯·吉森

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(Pamela van Giessen)、比尔·法隆(Bill Fallon)、艾米莉·赫尔曼(Emilie Herman)、劳拉·瓦尔什(Laura Walsh)和塔德·泰德斯克(Todd Tedesco)。刘易斯·奥布莱茵(Louis O'Brein)坚持不懈地订正我们的资料来源。本书中存在的所有错误均由我们负责。

罗伯特·F.布鲁纳和圣恩·D.卡尔

弗吉尼亚州夏洛特斯维尔

2007年6月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

序 言

这是一个充满麻烦的时代。

——**查尔斯·T.巴尔内**(Charles T.Barney),

纽约人信托公司(Knickerbocker Trust Company)

1907 **年** 10 **月** 21 **日**

1907 年 11 月 14 日上午 10:00 左右,李莉·巴尔内(Lily Barney)与她的一位朋友在家中可以俯瞰中央广场大街的第二层卧室内聊天。此时,她们听到房子里传来一声清脆的枪响。她们迅速穿过走廊,跑向另一间卧室。进门后,她们看到了李莉的丈夫查尔斯(Charles)穿着睡衣裤躺在床边的地板上。在查尔斯身旁放着一把装有三个弹匣的左轮手枪,而其中一个弹匣是空着的。巴尔内夫妇为了保证安全,在房子的每一层都放了手枪。显然,这把手枪是查尔斯的。[1]

当李莉·巴尔内走近时,她的丈夫慢慢地抬起身子,又痛苦地倒在地板上。她跪在他的身旁,将他的头揽在怀里,试图减轻他的痛苦。阿什贝尔·巴尔内(Ashbel Barney),巴尔内的两个儿子之一,当时正在楼梯口,也听到了枪声。他跑到卧室,看到他的妈妈及其朋友正俯身照顾受伤的父亲,他跑过去并抓起电

---

[1] 关于查尔斯·巴尔内之死的描述,包括当天的枪击和此后一系列事件的大量细节,参见诸多日报的报道,包括《纽约时报》、《华盛顿邮报》、《芝加哥每日论坛报》和《华尔街日报》。报道的细节显示,死亡时间与当时发生的银行恐慌有关,也与(当然)激奋的价值观有关。对此,前述的出版物于 1907 年 11 月 15 日、16 日和 17 日进行了大量的特别报道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

话，打给家庭医生乔治·迪克森(George Dixon)。然后，在妈妈和佣人的帮助下，阿什贝尔将其父亲抬到宽大的、黄铜镶边的、带有华盖的床上。此时，查尔斯·T.巴尔内尚有意识，但是，已经不能言语了。

迪克森接到电话后的10分钟内便穿过位于曼哈顿时尚社区的穆瑞山(Murray Hill)相邻区域，到达巴尔内的寓所。注射麻醉剂后，便开始手术，术中发现一颗38毫米口径的子弹射入了巴尔内腹部左上侧，子弹向上穿入肠道，射穿了左肺叶，嵌入了锁骨后面的左肩部位。尽管她们做出了努力，查尔斯·T.巴尔内还是在14:30左右被宣告因枪伤和大出血不治而亡。在此期间，新闻记者不断将此事件的"号外"从中央公园大街传播出去。

在接下来的数日里，关于巴尔内之死的幽默和讽刺的故事传遍了整个城市。关于自杀前的想法，出现了各种版本的说法(尽管没有人能够证实)。[1] 李莉·巴尔内后来否定了其中一些说法，比如近几个月来她和她的丈夫关系明显疏远了，而且她提出离婚。[2] 一家富有影响力的报社甚至报道说，在查尔斯·T.巴尔内的文件中找到了一些信件，这些信件来自"两个女人，其中一个是巴黎人，此人是法国王子的最爱"。[3] 关系密切的同事说巴尔内有道德问题。"巴尔内是个不敬畏上帝的人，"A.福斯特·希吉斯(A. Foster Higgins)说，"由于他不受道德约束，所以他生活得不幸福。对他的妻子和孩子来说，他是一个骗子。"[4]

关于巴尔内个人缺点的关注，表明查尔斯·T.巴尔内之死激起了公众的极大兴趣，而且对一个原因存有疑问，即1907年10月的巨大失败成为金融危机的历史转折点，巴尔内是纽约著名的纽约人信托公司总裁。



查尔斯·T.巴尔内确实是镀金时代的一个人物。他是克利夫兰富商的儿子，与李莉·惠特尼(Lily Whitney)结婚时，惠特尼家族是名门望族，李莉·惠特尼是美国前海军部长和金融家威廉姆·C.惠特尼(William C. Whitney)的妹妹。巴尔内在银行业获得一席之地后，与惠特尼家族的关系保证了他在纽约房地产的开发和投机中大赚的商业机会。到1907年巴尔内至少是33家公司的董

[1] *New York Times*, November 15, 1907, p. 1.
[2] *Chicago Daily Tribune*, November 16, 1907, p. 2.
[3] *Washington Post*, November 17, 1907, p. 3.
[4] 希吉斯后来撤销了这种说法，声称他的说法被错误地引述了。*Washington Post*, November 16, 1907, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事，同时，他还是纽约新地铁系统的关键投资人之一。

巴尔内之所以能够爬到纽约金融界的顶层，与他同纽约人信托公司之间的关联有着紧密的关系。19世纪90年代，他便是纽约人信托公司的副总裁，1897年他被推选为公司总裁。外表俊朗、内心敏感的巴尔内成为一位纽约金融界的领袖，而且声誉鹊起，被誉为“华尔街银行家中最霸道者之一，他控制着所有的业务，而且为所欲为”。[1]

这样一个处于财富和权力顶峰的男人不可能预见他的迅速跌落且名誉扫地。1907年10月初，两名不择手段的（并带有传奇色彩的）投机者，一名是F.奥古斯塔·海因兹（F. Augustus Heinze），另一名是查尔斯·W.摩尔斯（Charles W.Morse），策划了一个鼓动人心的囤积铜矿开采公司股票的方案。这个方案惨遭失败。这样的方案几乎不可能对纽约金融界的精英们造成困扰，比如查尔斯·巴尔内，然而，海因兹和摩尔斯却说服了几家纽约信托公司为他们的投资方案融资，其中就有纽约人信托公司。[2]

当纽约人信托公司甚至查尔斯·巴尔内本人卷入海因兹—摩尔斯计划的消息传开后，18 000名信托公司的储户恐慌了。仅仅与这些投机者的关系就已经超出了广大储户的容忍度。10月17日，这一天是星期五，纽约人信托公司出现了挤兑，成群结队的储户在信托公司门前抗议，要求取回自己的资金。

由于纽约的银行和信托公司之间都存在紧密的关系，所以，无论是投资者还是储户都产生了恐慌。为了控制这种不断扩大的歇斯底里的局面，10月21日纽约人信托公司董事局劝说巴尔内辞职。在当夜所发的辞职声明中，巴尔内谦虚地说：“我辞去职务，以便我的同事们能够放开手脚去管理公司的事务。”但是，当他被问及纽约人信托公司的财务状况时，他对于情况糟糕的说法，报之一笑。“没有比这件事更荒唐的了”，他说，“公司从来没有像今天这样强大的地位。它保持着该城市第二大公司的地位，而且其经营状况堪比任何一家公司。整体清偿能力毫无问题。”[3]

从纽约人信托公司辞职的几天之后，巴尔内草拟了一份声明。在声明中，他鼓吹自己在银行中的作用。“在我手中，纽约人信托公司从拥有110万美元储蓄

---

[1] *New York Times*, November 15, 1907, p. 1.
[2] Strouse (1999), p. 575.
[3] *Washington Post*, October 22, 1907, p. 3.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

额的公司变成了超过 650 万美元储蓄额的公司”，他说，“我愿意对公司出现的任何情况负责。”然而，他坚决拒绝接受因信托公司的失败而对于他的惩罚。“至于停职”，他说，“纽约是否有一家机构在没有任何帮助的情况下能够经受住纽约人信托公司上周二(10 月 22 日)所遭受的冲击，我不知道。”[1]在此后一个月不到的时间，查尔斯·巴尔内一命呜呼。



许多人推测查尔斯·巴尔内之死是他担心个人财务失败的结果，但是，报告显示，他不存在清偿能力的问题。1907 年 10 月，查尔斯·巴尔内的资产超过其负债，净资产超过 250 万美元，绝大多数资产为房地产股票。[2] 另外，查尔斯·巴尔内的绝大多数授信人是银行和信托公司，包括纽约人信托公司。在巴尔内死亡的前一周，其律师已经为其做了安排，以保证其不受债务所累。“巴尔内先生应感到有信心，这是有各种理由的。”巴尔内的私人医生迪克森博士说，“就财务状况而言，前景将一片光明。他自己也已弄明白了。如果他要自杀，最可能的时间应该是两周前。然而，现在一切都很明朗，是他应该感到精神状况比过去两周更好的时候。”[3]

查尔斯·巴尔内的朋友们相信，他倒下的原因既不是财务危机，也不是职业上的逆境。对他最具杀伤力的是信心的丧失。“由于同僚们的粗暴，巴尔内先生的心碎了，这才是他死亡的原因。”查尔斯·摩尔斯说，他的同僚们最可能导致巴尔内的倒下。“将财务状况遭损视为他死亡原因的说法是荒谬的。尽管他损失了一些钱财，但是，他绝没有到不可收拾的地步。巴尔内先生一直是一位值得尊重的商人，报界的谩骂和同僚们的猜忌令人痛心，也是导致其死亡的原因。”[4]他家族的另一位朋友说，“把他逼到墙角的那些人，毫无仁慈之心。查尔斯·T. 巴尔内今天应当活着并重振他的商业帝国。”[5]



纽约人信托公司的失败仅仅是大恐慌的开始，而不是大恐慌的终结。进入 20 世纪后，大恐慌不断吞噬着这个动荡而又快速成长的国家。即使纽约人信托公司关门之后，一些与海因兹—摩尔斯计划相关的银行和信托公司的挤兑现象

---

[1] *New York Times*, November 15, 1907, p. 1.
[2] *New York Times*, November 15, 1907, p. 1.
[3] *New York Times*, November 15, 1907, p. 1.
[4] *New York Times*, November 15, 1907, p. 1.
[5] *Washington Post*, November 16, 1907, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

继续上演。纽约的银行门前排起了长队,有些地方绵延几个街区,华尔街笼罩在一片恐慌之中。在接下来的日子里,货币变得更加稀缺,银行倒闭,股市急剧下跌,纽约城市本身也濒于破产的边缘。只有少数精英、头脑冷静的金融家和政府官员在即将到来的风暴中能够把握航向。像查尔斯·T.巴尔内所说的,这个国家已经失去了信心。这个国家应当有担当、有信心来扭转局面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

导 语

历史不会重演,但会押着同样的韵脚。[1]

——马克·吐温(Mark Twain)

当一场金融危机揭开面纱时,即使是最明智、信息最充分的观察家也只有挠头了。一日接一日的事件快速发生且令人愤怒,让人没有时间做出反应并弄清楚其中的缘由。如果金融风暴规模非常巨大,无论是好还是坏,认真分析缘由必须让位于决策行动。然而,在金融危机发生的过程中,以及此后的数月乃至数年里,同样的问题总是存在着,即这场危机是怎样发生的?为什么某个市场(或各类市场)崩溃得如此剧烈且迅速?是什么原因导致了银行系统的恐慌?为何信心丧失得如此快速?有谁能够看到危机即将到来吗?[2]

多年来关于这些问题的传统智慧在积累,像铁屑(在磁铁上)的集聚那样,形成了两个认识极端。其中一个认识极端是针对一个特定事件的详尽解释。这种解释常常包含了事件发生的特定阶段的各种因素,很少关照危机发生前或危机发生后的情形。华尔街观察家亨利·克里斯(Henry Clews)曾经记述了1907年

[1] 无需特别说明,该引用语来自马克·吐温。

[2] 我们用"崩溃"一词来表示股票价格的急剧下跌;用"恐慌"一词表示银行挤兑,而银行挤兑并非与真实经济情况相一致,也就是说,事实上银行有能力应对提款。尽管专家们时常用这些术语来描述1907年发生的事件,但是,这些术语并不精确。在这些专家中,有关术语的使用也千差万别,参见附录B。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金融大恐慌的九大原因，而它们都是该年度发生的特定因素：

灾难的真实原因可以总结如下：(1)严重的金融操纵导致股票的收益为3.5%～4%，而同时期6～12个月的货币借贷利率达到了6%，甚至超过6%。时间成为最佳抵押品。(2)全国资本的大部分都流向了房地产和其他固定资产形态，因此，失去了流动性。(3)纽约人信托公司不明智的借贷，因此，导致市场的疑虑。(4)8亿美元证券操盘手造成的市场压力尚未化解，接踵而来的是铁路新证券的巨量销售。(5)加利福尼亚的大地震造成了3.5亿美元的损失。(6)人寿保险公司的调查案。(7)大都会街道铁路公司(Metropolitan Street Railroad)调查案。(8)大法官兰迪斯[1]对实有资本仅有100万美元的公司做出2 940万美元的荒唐的罚款判决。(9)州际商业委员会对芝加哥—阿尔顿铁路公司(Chicago & Alton)的调查案及其形成的后果。[2]

另一个认识极端是基于对一个宏大理念的解释，即某一个关键原因足以涵盖所有的过错。在一些经济学家中存在一个被热衷的大理念，例如，它们认为金融危机是由金融系统缺乏流动性造成的。经济学家米尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)批评政府管理货币供给的失败，认为政府没有管理好货币供给，是发生这些事件的首要原因。无独有偶，罗杰·洛温斯坦(Roger Lowenstein)关于1997～2001年股市泡沫及其破灭的论述中，将原因归结为股票持有人价值观的扭曲。[3] 还有一种“银色子弹”(silver bullet)式的解释，即简单地认为贪婪或唯利是图是危机的原因。遗憾的是，宏大的理念常常忽视了大量的丰富细节以及单次危机给予人们的启示意义，进而形成的是一般性结论以及为决策者提供的不恰当的建议。

因此，人们需要的是对于金融危机的解释既不过多也不过少、既不过分复杂也不过分简单。通过对1907年金融大恐慌和崩溃的历史细节的描述以及关于金融危机的拓展研究，我们提供了一个既适用于历史分析也适用于现实分析的别样的视角。

---

[1] 兰迪斯，全名凯纳索·芒廷·兰迪斯(Kenesaw Mountain Landis，1866～1944年)，1866年出生于俄亥俄的米勒韦尔。21岁成为律师，后来在芝加哥成立律师事务所。1893年成为美国国务卿怀特的私人秘书。1895年怀特去世后，兰迪斯放弃了赴海外任大使的机会，重返芝加哥经营其律师所。1905年罗斯福总统任命兰迪斯为联邦法官。1907年兰迪斯判定印第安纳标准石油公司违反联邦法律，罚款2 940万美元，此案的判决使兰迪斯闻名全美。——译者注

[2] Clews, Henry (1973), p. 799.

[3] Lowenstein (2004), pp. 218－219.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全面领悟1907年的金融危机，人们必须重视危机发生的背景。白宫里有一位共和党的卫道士。战争记忆犹新。移民正在为社会带来巨大变化。新技术正在改变着人们的日常生活。商业联合体与其华尔街顾问一道正在通过兼并和收购创造着大的、新的联合体，尽管在纽约一名年轻而激进的检举人引领下，政府正在发起对著名管理者的调查和起诉案。受散布与传播名人丑闻媒体的鼓动，公众对商业领袖普遍持否定的态度。政府本身对社会的干预越来越增强，一定程度上，政府正更多地干预私人生活。战后的经济扩张——尽管存在短期被打破的情况，已经持续大约50年——刺激了上述情况的发生，如果将上述因素考虑在内，那么，对当前情况的感受就可以用来理解1907年的大恐慌。

在20世纪早期，金融危机已经在美国和其他国家有规律地爆发了，而且，金融危机呈现出相似的特征。正如现在的情况那样，资产泡沫的破灭突然触发市场崩溃；一旦投资者的预期无法实现，土地或新证券的极端投机行为就会“被校正”。同样地，当“行为校正”通过国家的借款和信贷系统释放出冲击波时，银行业恐慌便接踵而来。银行家一旦认识到抵押的担保物损害了其贷款的信用，将迫使他们收回信贷。由于资产价格下跌，借款人无法偿还债务，就会违约和宣告破产。结果是，其他紧张的银行存款人将担心银行的生存能力，纷纷取出存入银行的资金，进而强化了螺旋式下跌。如果某个金融机构在这个过程中倒闭了，恐慌心理就会扩散，形成“银行挤兑”风潮。情况就是如此。[1]

这种现象的例子有很多。1857年的恐慌就是因俄亥俄人寿保险与信托公司(Ohio Life Insurance & Trust Company)的倒闭而触发的。密苏里、堪萨斯和得克萨斯铁路公司(Missouri, Kansas, and Texas Railroad)无法及时向纽约仓储与证券公司(New York Warehouse & Security Company)付款，以及凯扬—考克斯公司(Keyon, Cox, and Company)和杰伊库克公司(Jay Cook & Company)这样的金融机构的倒闭激起了1873年的恐慌。1884年的恐慌是因金融机构格兰特和伍德公司(Grant and Ward)的破产诱发的，在这家金融机构里，尤利西斯·S.格兰特(Ulysses Grant，美国第18任总统)是投资者。1893年，费城和雷丁铁路公司(Philadelphia and Reading Railroad)、国民绳索公司(National Cordage Company)、伊利湖和西部铁路公司(Lake Erie and Western Railroad)的破产，以

〔1〕 关于恐慌和崩溃的历史细节可参见明斯基的著述(1991)和卡尔森的著述(日期不详)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

及投资者对银矿开采业资产价值的担忧，酿成了恐慌。1814～1914年美国经历了13次银行业恐慌，其中，1907年的金融恐慌是最糟糕的一次恐慌。[1] 与一系列主要市场下滑相似，在恐慌达到顶点时全部公开上市的股票价值缩水了37%。这次金融灾害恰恰发生于经济增长高涨的数年之后，数年的高增长助推商业期望达到了一个新的高度。然而，1906年的自然灾害毁掉了旧金山，冲击波冲击了整个系统，进而使预期成为泡影。

冲击效应如何演变成一年后的剧烈价格变动和信贷冻结告诉我们复杂系统是如何处理信息的。股票市场、债务市场、货币市场、黄金市场、有色金属铜的市场以及其他商品市场是相互关联并紧密连接的，因此，一个市场发生了重大变动，会影响其他所有市场的价格变化。共同因子——比如通货膨胀、真实经济增长率、流动性和外部冲击——将影响所有的市场。于是，我们如何弄明白崩溃和恐慌的问题，根本上就是信息问题，即影响因子的内容、影响因子如何集聚以及各种市场如何将这些信息传递到证券价格上。

直到今日，1907年金融市场将新闻和事件快速内化为价格变化并且不存在偏差的效率，是商业实践者和学者们争论的核心问题。有一个普遍的认识，今日之市场较之于一个世纪前的市场更有效。那些认为市场并非更有效的人们指出，当证券价格激烈波动脱离了经济基本面变化的时候，市场每隔一段时期就会产生泡沫和崩溃。而那些认为市场有效的人们极力寻找价格波动与经济基本面之间的关联。

虽然1907年的恐慌时期相对较短，但是，其影响深远，导致了金融体系的转变，标志性的是基于联邦储备系统的美国强大的中央银行系统的正式建立。多年来，大规模、系统性金融危机发生的原因已经成为不同学术领域研究的焦点问题，这些学术领域包括宏观经济学、博弈论、社会心理学、金融经济学、复杂性理论、信息经济学和管理学。下面关于1907年事件的具体描述吸收了这些学术领域丰富的理论成果，表明金融危机是由一些离散的作用力聚合而生成的，进而造成了金融市场的“完美风暴”。[2] 通过讲述1907年金融大恐慌，我们将揭示出

[1] 卡洛米瑞斯和高顿(Calomiris and Gorton, 2000:99)列举了1814～1914年发生的金融恐慌，并按照它们的严重性和类型进行排序：(1)(无力偿付而)暂停支付(1873，1893，1907，1914)；(2)预先组织(无力偿付而)暂停支付的协调(1884，1890)；(3)感觉需要协调。

[2] “完美风暴”或力量集聚概念因塞巴斯蒂安·荣格(Sebastian Junger)的书中使用同样的概念而流行开来(New York: W.W.Norton, 1997)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

其中隐含的道理，从而凸显出以下七个方面的因素：

1. 复杂性。复杂性导致了解事物未来发展趋势的困难，形成危机并传染到扩散的链条。

2. 强劲增长。经济扩张创造出日益增加的资本和流动性需求，同时也产生了过多的错误，最终必然被校正。

3. 安全缓冲器不足。在经济扩张的后期阶段，借款人和授信人在债务杠杆的使用方面都做得过头了，从而降低了金融系统的安全系数。

4. 逆向引导。公共领域和私人领域的知名人物实施政策时有意无意地提高了不确定性，因此，破坏了信心，提升了风险。

5. 真实经济冲击。一个或多个未预料到的事件冲击经济体和金融系统，诱发了投资者和储户对未来展望的突发逆转。

6. 过度的惊慌、贪婪和其他行为过失。除了理性的经济展望的变化之外，还有从乐观主义向悲观主义的转变，这种转变导致了自我强化的向下螺旋趋势。坏消息越多，导致坏消息的行为也就越多。

7. 集体行动的失败。面对这种情景，人们的反应是，虽然怀着最良好的愿望，却并不足以应对最严重的危机的挑战。

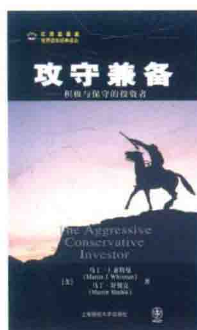
这样的多元分析方法给出了一个分析框架，基于这个分析框架，警觉的观察者能够弄清未显露的事件。我们把它们运用到 1907 年危机的分析中去，在最后一章再回到多元分析方法，用以对肇始于 2007 年的全球金融危机进行初步思考。

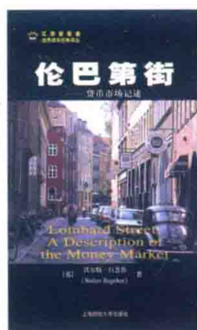
解析甚或预期金融危机需要考察这里所提出的各种作用力——不只是个体作用力，还有集体作用力。首先要明确的是，了解七种因素相互作用造成的危机比仅仅知晓这些因素更为重要。当然，这样一个整体观对于金融危机的解析要比权威人士和政治家愿意听到的解析更为复杂和微妙。然而，“完美风暴”比喻表明了决策者的一种可能展望——他们认为，预先阻止金融危机的办法是预期风暴不稳定的因素并采取强有力的措施应对导致这些因素潜在集聚的机制。近来发生的事件充分表明，这些关注并非仅仅是学术界的辩论之事。我们如何解析当前的危机，对于我们今后面对危机做出的反应有着重要的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

汇添富基金·世界资本经典译丛

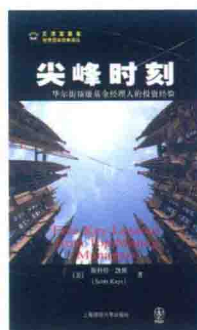
第一辑

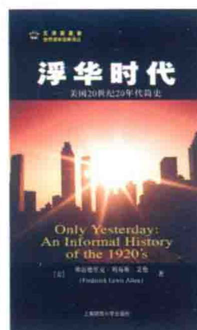

《攻守兼备——积极与保守的投资者》
定价：39.00元

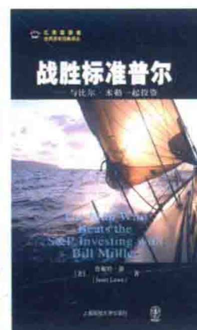

《伦巴第街——货币市场记述》
定价：25.00元

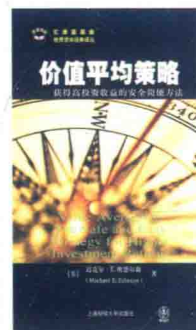

《伟大的事业——沃伦·巴菲特的投资分析》
定价：28.00元


《忠告——来自94年的投资生涯》
定价：25.00元

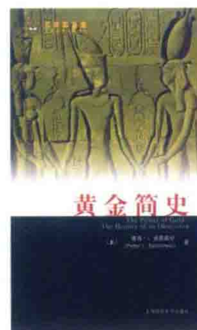

《尖峰时刻——华尔街顶级基金经理人的投资经验》
定价：30.00元


《浮华时代——美国20世纪20年代简史》
定价：35.00元


《战胜标准普尔——与比尔·米勒一起投资》
定价：29.00元


《价值平均策略——获得高投资收益的安全简便方法》
定价：29.00元

第二辑

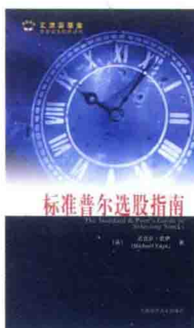

《黄金简史》
定价：43.00元


《投资存亡战》
定价：32.00元


《华尔街五十年》
定价：30.00元


《华尔街的扑克牌》
定价：37.00元

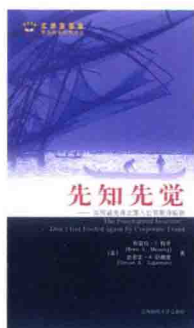
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



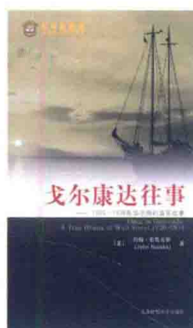
《标准普尔选股指南》
定价：31.00元



《铁血并购——从失败中总结出来的教训》
定价：42.00元

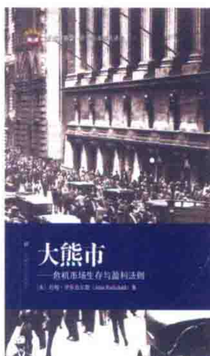


《先知先觉——如何避免再次落入公司欺诈陷阱》
定价：29.00元

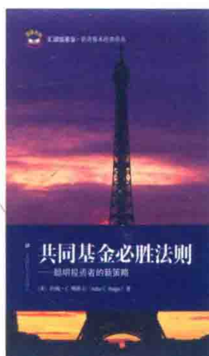


《戈尔康达往事——1920~1938年华尔街的真实故事》
定价：33.00元

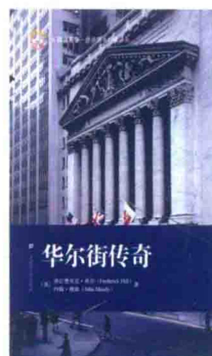
第三辑



《大熊市——危机市场生存与盈利法则》
定价：28.00元



《共同基金必胜法则——聪明投资者的新策略》
定价：42.00元



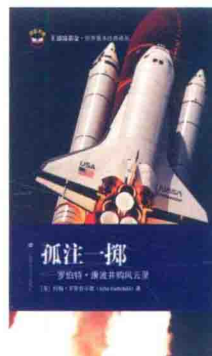
《华尔街传奇》
定价：26.00元



《智慧——菲利普·凯睿的投机艺术》
定价：28.00元



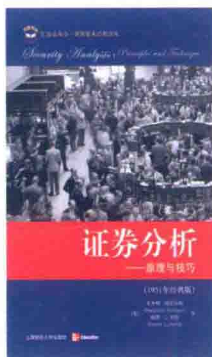
《投资游戏——一位散户的投资之旅》
定价：30.00元



《孤注一掷——罗伯特·康波并购风云录》
定价：32.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

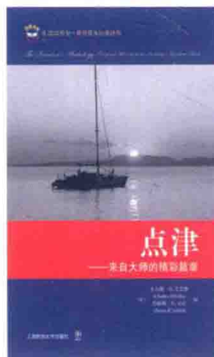
第四辑



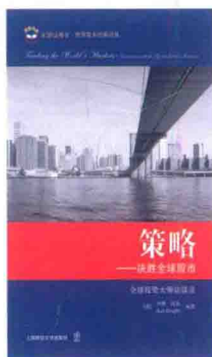
《证券分析——原理与技巧》（全二卷）
定价：92.00元



《股票估值实用指南》
定价：36.00元



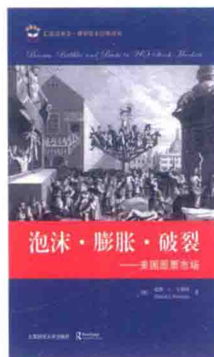
《点津——来自大师的精彩篇章》
定价：36.00元



《策略——决胜全球股市》
定价：31.00元

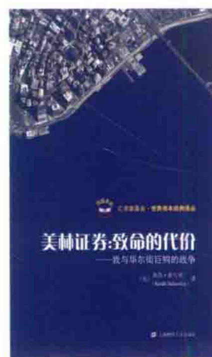


《福布斯英雄》
定价：24.00元



《泡沫·膨胀·破裂——美国股票市场》
定价：39.00元

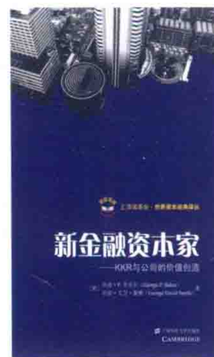
第五辑



《美林证券：致命的代价——我与华尔街巨鳄的战争》
定价：29.00元



《货币与投资》
定价：30.00元

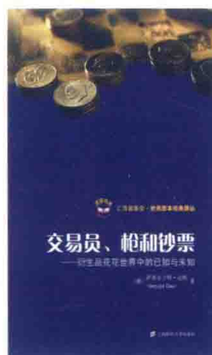


《新金融资本家——KKR与公司的价值创造》
定价：30.00元

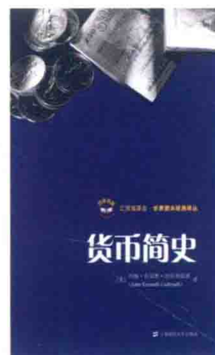
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《美国豪门巨富史》
定价：65.00元

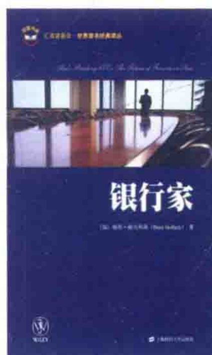


《交易员、枪和钞票——衍生品花花世界中的已知与未知》
定价：42.00元

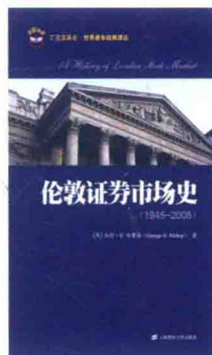


《货币简史》
定价：25.00元

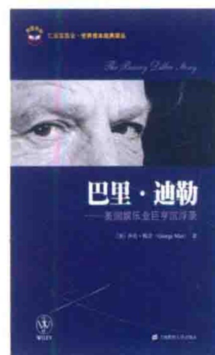
第六辑



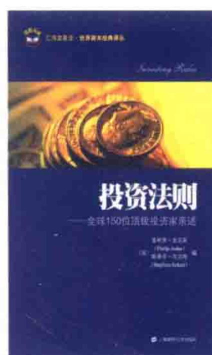
《银行家》
定价：36.00元



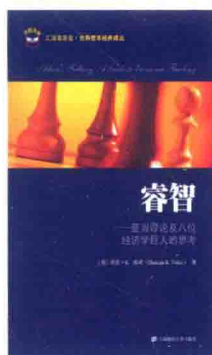
《伦敦证券市场史（1945～2008）》
定价：68.00元



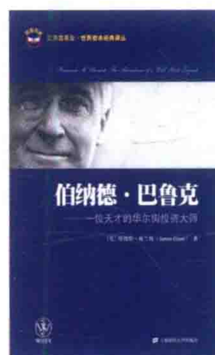
《巴里·迪勒——美国娱乐业巨亨沉浮录》
定价：36.00元



《投资法则——全球150位顶级投资家亲述》
定价：52.00元



《睿智——亚当谬论及八位经济学巨人的思考》
定价：34.00元



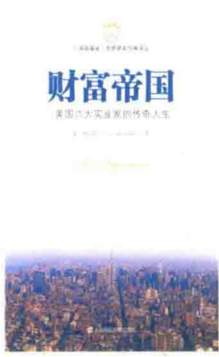
《伯纳德·巴鲁克——一位天才的华尔街投资大师》
定价：42.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第七辑



板块与风格投资
定价：35.00元



财富帝国
定价：35.00元



股票市场超级明星
定价：48.00元



黄金岁月
定价：45.00元

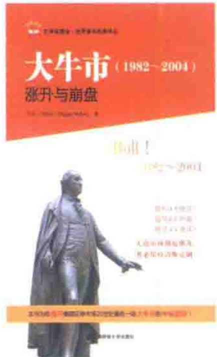


失算的市场先生
定价：47.00元



英美中央银行史
定价：49.00元

第八辑



大牛市
定价：56.00元

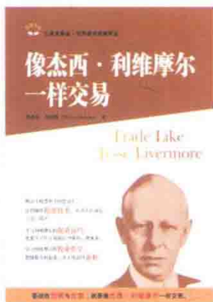


秘密黄金政策
定价：42.00元

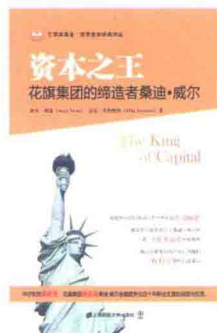


通货膨胀来了
定价：37.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



像杰西·利维摩尔
一样交易
定价：37.00元



资本之王
定价：45.00元

第九辑



矿业投资指南
定价：43.00元



从平凡人到百万富翁
定价：45.00元



交易大趋势
定价：42.00元



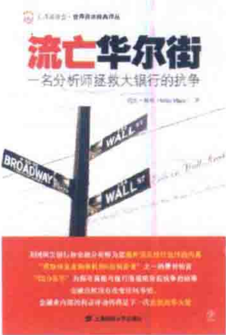
像欧奈尔信徒一样交易
定价：48.00元



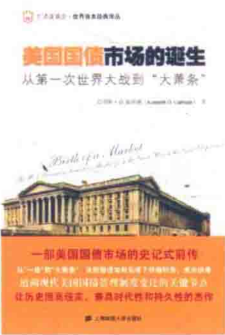
资源投资
定价：43.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

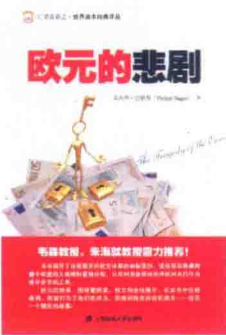
第十辑



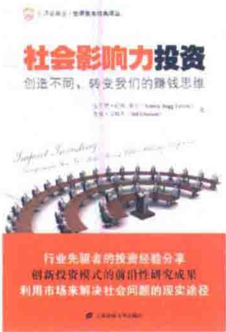
流亡华尔街
定价：37.00元



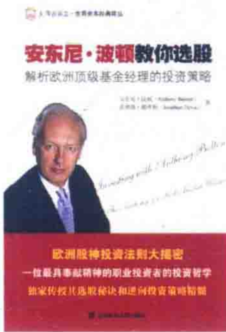
美国国债市场的诞生
定价：58.00元



欧元的悲剧
定价：39.00元

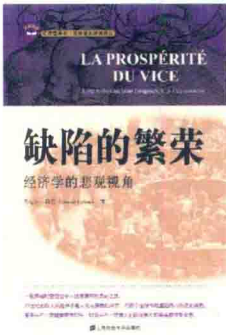


社会影响力投资
定价：42.00元

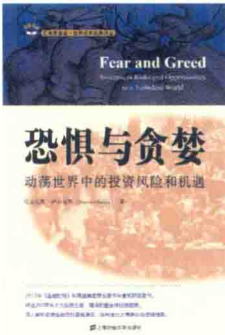


安东尼·波顿教你选股
定价：39.00元

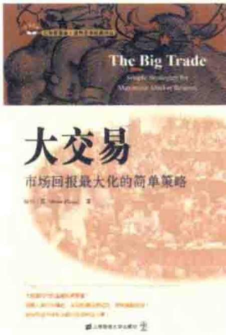
第十一辑



缺陷的繁荣
定价：39.00元

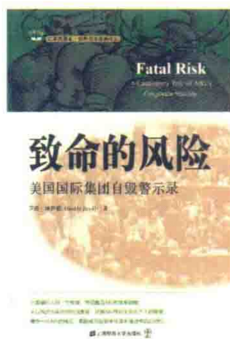


恐惧与贪婪
定价：40.00元



大交易
定价：38.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

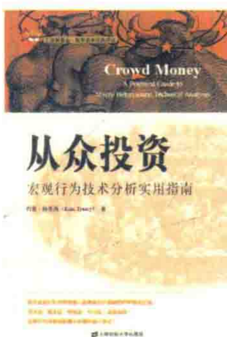


致命的风险
定价：52.00元



像欧奈尔信徒一样交易(二)
定价：55.00元

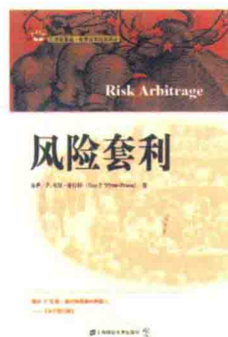
第十二辑



从众投资
定价：58.00元



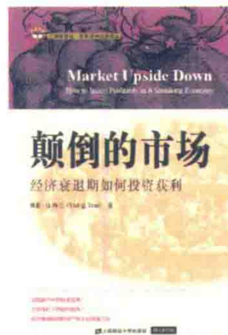
评级机构的秘密权力
定价：38.00元



风险套利
定价：52.00元



至高无上
定价：54.00元



颠倒的市场
定价：52.00元

上海财经大学出版社有限公司
地址：上海市武东路321号乙　邮编：200434　网址：www.sufep.com
电话：021-65904895　021-65903798　021-65904705　传真：021-65361973
汇添富基金管理有限公司
地址：上海市富城路99号震旦国际大厦21层　邮编：200120
网址：www.99fund.com　电话：021－28932888（总机）　传真：021-28932949

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目 录

总序/1

前言:真谛隐于碎片化的灾难/1

致谢/1

序言/1

导语/1

第 1 章 华尔街寡头/1

第 2 章 冲击金融体系/7

第 3 章 “悄无声息”的崩溃/11

第 4 章 信用厌食症/19

第 5 章 铜王/25

第 6 章 逼仓与逼空/30

第 7 章 坍塌的多米诺骨牌/36

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 8 章 清算所/41

第 9 章 纽约人信托公司/48

第 10 章 不信任投票/54

第 11 章 一次经典的业务运作/60

第 12 章 必要的支持/65

第 13 章 美国信托公司/70

第 14 章 交易所危机/76

第 15 章 困境中的城市/83

第 16 章 智乱情迷/91

第 17 章 时髦的美第奇家族/96

第 18 章 迅速且意义深远的救助/110

第 19 章 峰回路转/116

第 20 章 涟漪效应/121

教训:恰似一场完美风暴的金融危机/131

百年后的再现:2007 年肇始的次级抵押贷款危机/153

附录 A:大恐慌后的关键人物/169

附录 B:定义/178

参考文献/184

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第1章 华尔街寡头

在基督教世界里，一个我所不相信的人不可能凭借每一张债券都能够从我这里拿到钱。

——J. 皮尔庞特·摩根(J. Pierpont Morgan)[1]

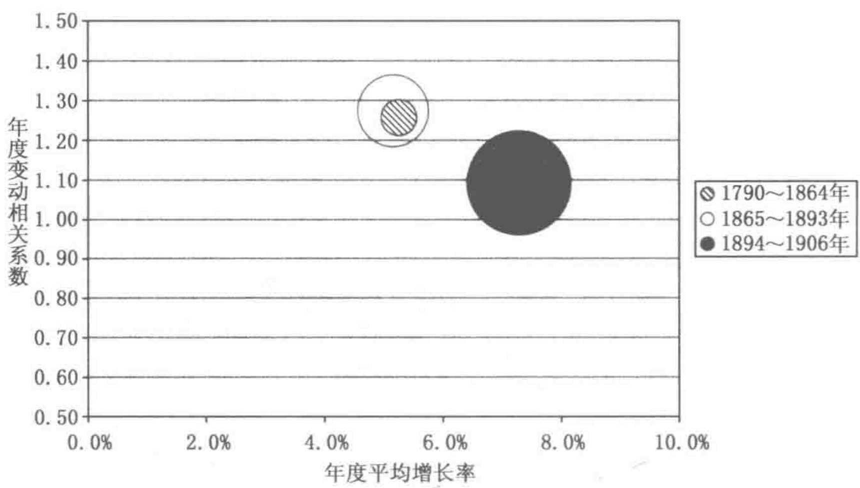
时值1907年，年轻的美国经济迅速增长。19世纪90年代中期至1906年末，国民经济年增长率高达7.3%，在相对较短的时期里，美国的工业产出绝对规模翻了一番。经济增长率的波动幅度也呈现出跳跃性，从年增长率超过6.5%至年增长率8.0%。尽管与高增值率相关，与19世纪大多数时期的增值率波动性相比较，这种波动性是略低的。即便如此，与此前主要的工业扩张时期相比较，1907年的美国经济规模有了更大的增长，而且比历史上的任何时期都更快速增长(参见图1.1)。[2]

在世纪之交，随着美国经济发展和显著的经济增长，美国呈现出惊人的资本需求。1895年美国经济向工厂和存货注入了25亿美元的资本增量，到1906年，年资本形成率接近50亿美元，速度之快令人惊叹(参见图1.2)。绝大多数的

[1] Allen (1949).

[2] 美国经济增长率的分析基于美国工业产出指数，而美国工业产出指数引自国家经济研究局的“美国工业产出指数”。相关数据可以从以下网站下载，网址是 www.nber.org/data/industrial-production-index。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



注:图中圆圈的大小分别表示1864年、1893年和1907年美国工业产出的相对规模。增长率是每个时期的平均复合增长率。变动相关系数是增长波动性的测度指标(通过一个时期增长率标准差除以同期平均复合增长率而得出)。

资料来源:作者基于国家经济研究局(NBER)的数据即戴维工业产出指数(David Industrial Production Index)整理。

图1.1 美国工业产出的相对规模、增长和波动性

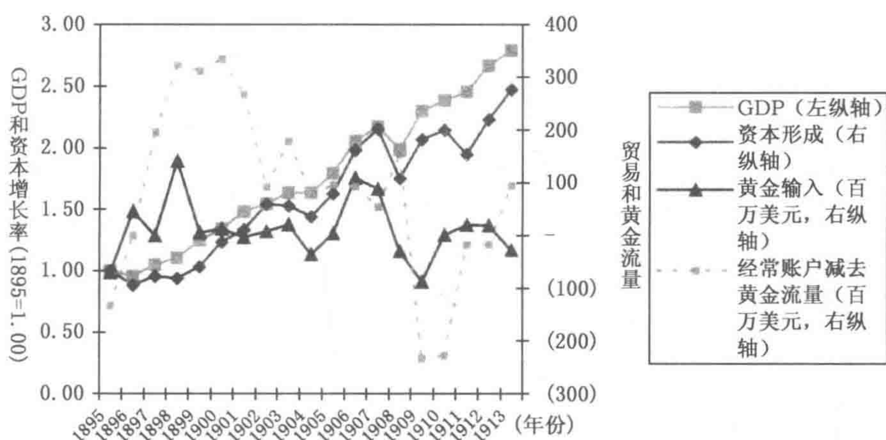
资本形成是由出口带来的,1895年之后美国出口呈现出显著的经常账户顺差。但是,出口已经无法满足1905年(12.7%)和1906年(21.8%)资本形成高增长率的需要。

掌握复杂的交易技术和信用能力的纽约和伦敦的金融家们形成了紧密的网络关系,他们进入这个奇特的真空地带,在世界资本市场中为美国的工厂和基础设施建设筹集资金。[1] 在1906年,美国巨量的黄金输入表明了其成功地将外国资本吸引到了美国这一"新兴市场"。[2] 黄金流入美国的数量迅速激增到1.65亿美元,超过了内战后全部黄金流量的总和(经济出现明显下降的1893年除外)。

在这个时期,美国快速工业化还催生了商业实体,美国的商业实体达到了前所未有的规模、组织的复杂性和市场势力。1894～1904年间,1 800多家公司合

[1] 在某种程度上,金融家们建立的金融机构作为一种质量认证,在欧洲出售美国公司证券,为欧洲带来了富有吸引力的投资机会。
[2] 通过出售债券或其他类型的可兑付本票,黄金流向美国。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



资料来源:作者基于国家经济研究局的宏观历史数据整理。

图 1.2 1895～1913 年宏观经济走势

并后,仅余 93 家公司。[1] 有些大公司在经济低迷时期通过收购弱小竞争对手的方式增大自身规模,另一些大公司被金融家们组织起来,试图控制竞争,实现规模经济效率。[2] 这些大公司的大量债务和股票融资来自纽约相对较小的金融机构圈子,这些金融机构包括 J.P.摩根公司(J.P. Morgan)、库恩雷波公司(Kuhn, Loeb & Company)、第一国民银行(First National Bank)、国民城市银行(National City Bank)、基德皮博迪公司(Kidder, Peabody & Company)和李希金森公司(Lee, Higginson & Company)。[3]

在 1907 年,美国金融界非官方的、无可争辩的领袖是 J.皮尔庞特·摩根,他的家族和朋友只知道他叫"皮尔庞特"。他是一位具有复杂性的人物,传记作家发现了关于摩根个性的非同寻常的线索。历史学者文森特·卡罗索(Vincent Carosso)把他刻画为一位顾家的男人、一位具有"坚强意志、影响力、保护力且大方的家长"。[4] 传记作家让·施特劳斯推断,摩根被他的妻子所疏远并与其他女性存在性关系,而此时他是纽约圣公会教堂的杰出人物。让·斯特罗斯还断

---

[1] Lamoreaux, N. R. 1985. *The Great Merger Movement in American Business*, 1895—1904. Cambridge: Cambridge University Press, p. 2.

[2] 这些被金融家们组织起来的公司通常被称为"托拉斯",当时的一位著名经济学家将它定义为受所有拥有资本的子公司指派的且不可撤销的董事会"管控的公司"。换句话说,原来的股份所有者获得董事席位,从而代替了原来的所有权体现形式(Ripley, 1916: xvii)。这些商业实体中排名第一且最为著名的是创建于 1882 年的约翰·D. 洛克菲勒标准石油托拉斯(Standard Oil Trust)。

[3] DeLong (1991), p. 3.

[4] Carosso, *Investment Banking* (1970), p. 99.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

定摩根存在间歇临床抑郁状态，诚然，商业来往信件和家庭成员来往信件充分证明了他时常出现抑郁状态，但是所有的传记作家能够公认的是，摩根是一个具有坚强个性的人。

历史学家威廉姆·哈勃(William Harbaugh)在关于摩根的文字中写道："多么伟大的人物！似乎能够发射出一些东西，将自卑感强加给他周围的人们，这种自卑感不是他们自身具有的。在他具有穿透力的注视之下，最无畏的人也注定会怯懦。当他残暴地咀嚼巨大的黑色雪茄时，最粗暴或最顽固的人也注定变得谦卑。"[1]摩根在华尔街的绰号是"朱庇特"，意思是，他富有神的力量。据说，他曾无视政府的调查威胁，并对总统西奥多·罗斯福(Theodore Roosevelt)说："如果我们做了什么错事，让你的人(总检察长)直接找我的人(摩根律师团的某位律师)，他们会解决的。"[2]

J. P. 摩根的运作限于纽约有影响力的大人物和能力卓著的职业人士的人脉圈子以及欧洲的金融界，他非常相信，他们的集体能力可以"搞定所有的事情"。传记作家弗里德里克·刘易斯·艾伦(Frederick Lewis Allen)生动地描写了摩根关于华尔街寡头的作用的看法，而他本人就是其中最杰出的一员：

摩根似乎认为，美国的商业机器应当由最优秀人群中的少数人忠诚地、体面地掌控，这些人就像他的朋友和他的同僚那样。他喜欢大商业体的联合、秩序和效率；他喜欢大商业体宏大的、大胆的、前瞻性的运作方式。他不赞成有机群体在市场上跳进跳出，他们玩弄财产而不计后果，比如标准石油的那群人就是这样做的。当他将他的资源投入一家公司时，他希望与这家公司共命运。他认为，如此才是一个绅士的行为。他的诚信坚如磐石，他说："在基督教世界里，我不相信的人不可能通过发行债券从我这里拿到钱。"毫无疑问，为了一个正派的金融界，摩根付出了巨大的力量。但是，他付出巨大的力量，努力将越来越多的美国商业实体集中于少数几个控制者的手上，这也是事实。[3]

在摩根的人际圈子里，有两个领袖级人物：一个是纽约第一国民银行总裁乔治·F.贝克尔(George F.Baker)，另一个是纽约国民城市银行总裁詹姆士·斯蒂尔曼(James Stillman)。尽管在证券承销业务上，贝克尔和斯蒂尔曼是摩根的直

[1] 引自 Harbaugh (1963), pp. 157—158。
[2] 引自 Harbaugh (1963), pp. 159。
[3] Allen (1952), p. 79.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

接竞争对手,但是,他们在商业领域一起工作,在慈善委员会一起共事,保持着极大的相互尊重。摩根的儿子曾经告诉一位传记作家:"贝克尔先生与其他圈内人相比,同我父亲的关系更加紧密。他们彼此能够完全理解对方,和谐工作,而且他们之间从来不需要书面合同。"[1]贝克尔和皮尔庞特·摩根是真正的彼此温暖对方的朋友,他们相互尊重并对商业事务有着相似的看法。与斯蒂尔曼的关系也许更远一点。"他们并不总是直视对方,"一位传记作家写道,"但是,他们相互的态度保持某种尊重,他们保持一定程度的友谊。"[2]

摩根对整合力量的偏好与他在危机时期一贯的领袖地位和他关于投资者行为的主张是一致的。1893 年摩根作为代理人,帮助格罗弗·克利夫兰(Grover Cleveland)总统在欧洲筹集黄金,用来解决美国面临的严重的流动性危机。在倒闭公司的合并和重组方面,他起到了很大的作用。于是,19 世纪 90 年代中期的经济萧条之前,最重要的铁路线得到了大幅扩展。在此期间,摩根提出了他的公司理论和关于投资者取向的观点。在一宗与一名顽固的铁路公司执行官的交易谈判中,J.P.摩根曾说:"你的铁路?你的铁路归属于我的委托人。"[3]

摩根还积极努力避免他所认为的"破坏性竞争"。他将竞争厂商合并后成立公司,一个世纪之后的人们还记得这些公司的名字,它们中包括美国电话电报公司、国际收割机公司(International Harvester)、美国烟草公司、国民饼干公司[(National Biscuit(NaBisco)],这里列举的只是其中几家公司而已。[4] 1901 年,在成立美国最大的公司美国钢铁公司(U.S. Steel)的过程中,摩根起到了核心人物的作用。到 1907 年,美国钢铁公司的资产达到 10 亿美元,是美国政府全部财政预算额的两倍。卡洛索是这样描述 J.P.摩根商业兼并的一般理论的:

保守主义……占据了摩根的一般商业理念的核心地位。如果说他对于商业

[1] 引自 Carosso (1987), p. 452, 转引自 Sheridan A. Logan, *George Fisher Baker and His Bank*, 1840—1955: *A Double Biography*(St. Joseph, Mo.:Author, 1981), p. 163。

[2] Burr (1927).

[3] De Long (1991), p. 14.

[4] 受到摩根影响的公司还包括阿达姆斯快递公司(Adams Express Co.)、艾奇逊—塔派卡—圣达菲铁路公司(Atchison, Topeka, & Santa Fe Railroad)、鲍德温机车(Baldwin Locomotive)、芝加哥大西部铁路公司(Chicago-Great Western Railroad)、艾瑞铁路公司(Erie Railroad)、万国农业公司(International Agriculture Co.)、国际商业海洋公司(International Mercantile Marine Co.)、里海谷底铁路公司(Lehigh Valley Railroad)、纽约—纽黑文—哈特福德铁路公司(New York, New Haven, and Hartford Railroad)、北太平洋铁路公司(Northern Pacific Railroad)、纽约中央铁路公司(New York Central Railroad)、派瑞马奎特铁路公司(Pere Marquette Railroad)、费城快速转运公司(Philadelphia Rapid Transit Co.)、新泽西公共服务公司(Public Service Corporation of New Jersey)、普曼公司(Pullman Co.)、雷丁铁路公司(Reading Railroad)、南方铁路公司(Southern Railroad)、美国钢铁公司和西屋电气公司(Westinghouse Co.)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

政策有关键的指导作用,那就是通过负责任的、可胜任的、经济的管理,以及意识到他对于企业所有者和债券持有人所承担的义务,增进经济的稳定性。没有什么比"不受限制的竞争"和"激进的扩张主义"是他更不喜欢的了,他认为"不受限制的竞争"和"激进的扩张主义"是浪费性的、破坏性的。摩根相信有序的工业化进程,他赞成旨在增进合作的政策。他断言,大企业应当坚持合作原则,而不是斯宾塞的"适者生存"法则。[1]

摩根不只是一个既有商业实体的合并者,他还扮演着风险投资资本家的角色。摩根不仅是托马斯·爱迪生(Thomas Edison)公司的几位投资人之一,而且,德雷塞尔·摩根(Drexel, Morgan,J.P.摩根公司的前身)还担负着爱迪生公司的现金存储、安排贷款、协助对外交易等职责以及帮助管理托马斯·爱迪生的私人财富。[2] 甚至,摩根帮助爱迪生与兼并者和收购者打交道,并且为爱迪生通用电器公司(Edison General Electric Company)的股票公开发行做担保。[3]

到1906年,J.皮尔庞特·摩根慢慢不再介入公司的日常经营活动,而是将心思放在了艺术品收藏和文化事业上,他任职于慈善机构的董事会,并游历欧洲。他完全靠他的儿子——小J.P."杰克"·摩根(J.P. "Jack"Morgan Jr.)——管理公司的日常事务。如果说他的儿子小J.P."杰克"·摩根是他的"左手",他所倚重的"右手"就是J.P.摩根公司的合伙人乔治·W.博金斯(George W.Perkins)。1906年4月17日,老摩根已经是69岁的老人。按照一位传记作家的说法,到这个时候,他毫无疑问地已经成为这样的人物:"即使不是美国最有权势的公民,也是美国商业界最有权势的人物。他的权威难以明说,但是,是巨大的,且不断提升。"[4]在他过完69岁生日的次日上午,一场历史性的灾难毁掉了加利福尼亚的旧金山,导致了一连串的事件发生,最终召唤着这位"老朱庇特"使出所有的力量、智慧、实力和影响力。

---

[1] Carosso (1987), p. 288.

[2] 在1882年夏天,摩根本人使用了爱迪生的新技术,在他的麦迪逊广场的住房里安装了电灯。在纽约,爱迪生的新的白炽电灯泡第一次照亮了私人住宅。

[3] J.P.摩根支持托马斯·爱迪生的相关信息来自卡洛索(1987:270—271)。

[4] Allen (1952), p. 79.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 2 章　冲击金融体系

这里的事情糟糕到不能再糟糕的程度了。

——小 J.P.“杰克”·摩根，1907 年 8 月 8 日

1906 年 4 月，一场规模和范围都史无前例的大地震毁掉了整个旧金山。地震之后，破裂的煤气管道诱发了熊熊大火，整个城市陷入一片火海之中。破裂的市政供水管道无法用以控制火势的蔓延，况且，旧金山几乎全都是木质结构的建筑，无异于火上浇油。大火最终吞噬了整座城市，覆盖了 4 平方英里，或者说大约半个旧金山，因此，在所有的历史记载中，都将大地震和火灾说成城市毁坏的原因。据报道，旧金山的毁坏造成的损失在 3.5 亿～5 亿美元，或者说，相当于美国 1906 年国民生产总值的 1.2%～1.7%。[1]

加利福尼亚的灾难形成的压力迅速波及全球金融系统。那时，旧金山是美国西部的金融中心，也是美国西部铸币厂的所在地，因此，旧金山出现的任何扰乱商业事务的事情都将威胁美国整个西部地区的经济活动。

在纽约和伦敦的股票交易中，地震的消息立即导致了抛售股票的行为，从而

---

〔1〕 U.S. Bureau of the Census. 1949. *Historical Statistics of the United States*, 1789－1945: *a supplement to Statistical Abstract of the United States*. Washington, D.C.: U.S. Department of Commerce, p. 224.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

出现了股价的显著下跌。经济学家凯瑞·奥德尔(Kerry Odell)和麦克·威登米尔(Marc Weidenmier)预计,灾难直接或间接导致了纽约证券交易所交易的证券总市值下降大约10亿美元(或者说,接近总市值的12.5%)。铁路股票价格下跌超过15%,而在灾难发生后的两周,保险公司的股票价格下跌幅度在15%~30%。[1]

救助资金从全美和世界各国涌向旧金山这座城市,英国提供了3 000万美元;德国、法国和荷兰一起提供了2 000万美元。由于众多的外国保险公司为旧金山提供安全承保,故而地震的国际影响被进一步放大。对保险行业产生最严重伤害的是,绝大多数人投保的是火灾险而不是地震险。例如,英国保险公司承保了大约一半该城市的火灾险,地震后的这些保险公司面临接近5 000万美元的损失。事实上,数家保险公司因索赔而不堪重负,从而难以兑现其保险责任。例如,消防员基金保险公司(Fireman's Fund Insurance Company)面临1 150万美元的负债,超过了450万美元的总资产。[2] 结果,有些承保人长期拖延损失偿付,而其他一些承保人坚称与地震相关的火灾没有明确写入保险合约,因而不承担赔付责任。汉堡—不来梅保险公司(Hamburg-Bremen Insurance Company)要求对所有旧金山的索赔打七五折。仅有6家保险公司完全履行他们的保险义务。[3]

一些英国保险公司通过卖掉他们所持有的美国证券为赔付融资,另一些保险公司将他们的资产在外国市场大量变现为赔付融资。这样的变现活动诱发了黄金从伦敦运往美国——一次发生在1906年4月,3 000万美元的黄金;另一次发生在1906年9月,3 500万美元的黄金,相当于英国黄金储备的14%。这是1900~1913年间英国发生的最大数量的黄金外流。最终,这些黄金的外流导致了英格兰银行的流动性恐慌。[4] 伦敦资本市场流动性的下降激起了有关英国金融机构处于困境并需要英格兰银行提供支持的谣言在纽约扩散。[5]

1906年春季地震发生的时候,伦敦主导了全球资本市场。英帝国处于巅峰

[1] 我们关于旧金山地震的经济影响的说法源自于奥德尔和威登米尔(2002)的研究。
[2] 后来,该公司进行了重组,对于索赔款项,其中的一半支付现金,另一半为新公司的股票。
[3] 关于保险公司的情况引自奥德尔和威登米尔的研究以及托马斯(Thomas)、高顿(Gordon)以及麦克斯·摩根·魏茨(Max Morgan Witts)的著作《旧金山地震》(*The San Francisco Earthquake*,1971),纽约:斯坦因和戴伊(Stein and Day)出版公司。
[4] 伦敦的私人电报、摩根·格兰菲尔档案资料以及市政图书馆。这些资料经德意志银行的同意使用。
[5] 对于小J.P."杰克"·摩根关于这些谣言的询问,J.P.摩根公司的英国子公司——伦敦J.S.摩根公司——合伙人爱德华·"泰迪"·格兰菲尔(Edward "Teddy" Grenfell)不承认有任何事实依据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时期,伦敦成为巨量资本流向地。英格兰银行对于英帝国来说负有保持流动性的责任,英格兰银行——“特列德尼都尔街(Threadneedle Street)的老太太(英格兰银行的绰号)”——控制着黄金储备并运用这些黄金储备满足银行和贸易商的流动性需要。保证制造厂、工厂和商店获得来自英联邦的商品供给,是英国经济体系运行的根本前提条件。

为了遏制英国黄金供应能力的耗竭,英格兰银行将基准利率从3.5%提高到4.0%。由于担心因即将大量进口埃及的棉花而进一步增大对黄金的需求[1],1906年10月19日英格兰银行再次将利率从4.0%提高到6.0%,这是自1899年以来英格兰银行确定的最高利率。[2] 法国和德国的中央银行也紧随其后,显著提高了利率水平。[3] 尽管恐慌尚未呈现,但是,跨越大西洋的电报已经在世界顶级金融家之间传递着各种信息,反映了金融街关于流动性和英格兰银行很可能采取的行动的焦虑。[4]

由于黄金储备流向旧金山,纽约的资本也变得稀缺了。这些救助资金流向西海岸的时间非常不合时宜,因为此时与美国的农业周期诱发的资金需求的时间相吻合。农产品的收获和运输需要信贷资金,这个时期一直持续到农产品到达最终消费者的手中。由于资本短缺,纽约的货币使用成本大幅增加,况且美国经济的其他行业也开始感到资金紧张。到1906~1907年的冬季,严重的信用短缺发生了。

1906年12月18日,杰克·摩根在写给伦敦子公司合伙人的信中,用明显的话语描述了信用紧张的情况:“由于货币收紧,这里的情况非常不令人满意……一段时间的货币市场的艰难期将到来,我们很可能要面对。”[5]几天后,他在信中写得更加明确:“除了纽约,这个国家到处都缺钱。仅仅这个令人惊讶的情况让人有一种莫名的感觉,纽约的情况不对劲。这样的感觉向西部大城市

---

〔1〕 W.S.伯恩斯给G.W.帕金斯的信,1906年10月20日,“银行利率提高的原因是为了阻止提取黄金,今天黄金提取量为200万英镑,据说是对埃及支付,且担心美国会有更大的需求”。私人电报、摩根·格兰菲尔档案资料以及市政图书馆。这些资料经德意志银行的同意使用。

〔2〕 英格兰银行历史统计网站,http://213.225.136.206/mfsd/iadb/Repo.asp? Travel=NIxIRx,进入网站的时间为2006年10月29日。

〔3〕 关于1906年秋英格兰银行的行为讨论,引自塔尔曼和摩恩(1995)、奥德尔和威登米尔(2002)以及《商业和金融纪事》。

〔4〕 来自私人电传的一系列电报。

〔5〕 信件来自小J.P.摩根的书信出版物,1906年12月18日。引用得到了摩根图书和博物馆的准许。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

蔓延,诱发了货币向这些大城市的自然流动,以谋求高利率。"[1]1907 年伊始,在全国货币经营者中就有了强烈的不祥预感。

导致资本稀缺问题复杂化的是股票市场的牛市,1905 年以来美国经济的快速增长激发了股票市场的牛市出现。用一位观察家的话来说,"猛犸象般的牛市运动"在纽约证券交易所上演。直接指导杰克·摩根的 J.皮尔庞特·摩根离开了 J.P.摩根公司,杰克·摩根注意到,投机情绪弥漫了整个股票市场:

三年来第一次出现公众——在股票处于目前高价位时——开始进入市场,而且大量购买股票,以至于所谓的市场领袖不再负责任,股票市场信马由缰,奔腾而去。因此,我必须说,可能会有麻烦,即使不发生在当前,也会发生在将来。[2]

同时,新证券尤其是铁路和产业公司证券的大量发行,进一步增大了对货币市场资源的需求。当代华尔街问题的权威人士亨利·克留斯(Henry Clews)说:"诚然,1906 年从始至终见证了华尔街和公司持续的、非正常的、大量的货币需求,从而扰乱了货币环境。"[3]

尽管股票市场引起了普遍的关注,但是,债务市场(比如债券和贷款市场)无论在数量上还是在重要性方面都压倒股票市场。1906 年间,债务市场环境与股票市场环境显然有别:股票价格上升,而债券价格下降(因此,利率上升)。债券市场的价格变动与美国实体经济持续增长驱动的信贷需求量的增长、农业周期导致需要资金将 1906 年丰收的农产品在市场中销售出去以及旧金山地震的冲击之间具有相关性。华尔街著名观察家亚历山大·达纳·诺耶斯(Alexander Dana Noyes)在 1909 年写道:"大约在 1905 年中期,整个世界资本供给和信贷安排的压力出现了,这种情况在 1907 年 10 月前的两年间愈发严重,在各类市场中有思想的人带着非常不安的心绪讨论着最终将出现的结果。"[4]

---

[1] 信件来自小 J.P.摩根的书信出版物,1906 年 12 月 24 日。引用得到了摩根图书和博物馆的准许。

[2] 信件来自小 J.P.摩根的书信出版物,1906 年 1 月 22 日。引用得到了摩根图书和博物馆的准许。

[3] Clews (1973), p. 783.

[4] Noyes (1909a).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第3章 “悄无声息”的崩溃

整体情况是极其不可思议的。无疑，许多非常富有的人已经变得非常贫穷，但是，正因为似乎无人破产，也许我们应该摆脱恐惧。[1]

——小J.P.“杰克”·摩根，1907年3月14日

到1907年初，持续加剧的货币紧张态势似乎出现了，旧金山地震导致的资本大量需求加速了这种态势的出现，从而压制了股票价格，导致股票价格缓慢而稳定地下跌。当代，有人视之为美国金融市场“悄无声息”的崩溃。

在处于最高峰的1906年7月到1907年2月末期间，所有上市股票的指数下跌了7.7%。从市场长期的历史趋势来看，五个月内的价值变动情况是非常平常的，但是，这只是市场变动趋势的发端。诚然，1907年3月6日杰克·摩根与J.P.摩根伦敦子公司合伙人泰迪·格兰菲尔之间的电报记录反映出他们对世界金融中心不断加深的忧虑：

格兰菲尔：你能否提供给我们一些信息？对于目前的市场情况，你有何看法？[2]

---

〔1〕 小J.P.摩根给爱德华·格兰菲尔的信，1907年3月14日，摩根图书和博物馆，第5箱，书信出版物3，1907年1月24日—1908年1月15日。经许可使用。

〔2〕 E.C.格兰菲尔给小J.P.摩根的电报，1907年3月6日。经德意志银行的许可使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

摩根:显然,持续的流动性问题必然伤害一些人,并将造成对市场严重的损害,但是,尚没有信息表明市场已经处于困境。在我看来,股票不再是"好牌"。尽管无法形成我的观点,然而,如果在不远的将来有大量流动性增加,也会出现惊喜。[1]

在后来几天里,泰迪和杰克通过更多的急电来交换对黄金运输传闻的看法,格兰菲尔认为,"大量的黄金撤离给人的第一印象是"英格兰银行将会提高其利率。他不能够确定美国财政部是否会向金融系统投放黄金以缓解这种局面。3月13日杰克回电说,尽管有一些意向下周买入黄金,但是,本周他没有发现从伦敦运出黄金的意图。[2]

由于股价出现决定性的、快速下降,3月中旬"悄无声息"的崩溃已经近在眼前。不只是单个交易日,而是连续交易日的股价下跌(3月9~13日以及3月23~26日),全部上市股票的指数下跌了9.8%。受创特别严重的板块是船运业(下跌16.6%)、采矿业(下跌14.5%)、钢铁业(下跌14.8%)、城市铁路(下跌13.8%)。当时主要的金融期刊《商业和金融纪事》(*Commercial and Financial Chronicle*)中刊登了这样的观察报道,"华尔街上的资金清算……是异常的。在证券交易所的历史上,股票的卖出量处于最高点。"[3]

在这些市场出现扰动的时期,J.皮尔庞特·摩根离开了纽约,3月13日午夜他乘船到达了欧洲,这一天市场出现疾速下挫。在欧洲,皮尔庞特会见他的老朋友,游走于艺术市场以期对于其收藏有所斩获,以及到各种温泉和度假胜地放松身心。与此同时,在纽约的杰克·摩根被金融体系中乱象和不明确的走势所困扰,3月14日他在写给伦敦合伙人的信件中说:

尽管我们正经历着最不乐意见到的煎熬,但是,我们依然活着。在我看来,所有的困境皆因情势不明朗。似乎无人处于困境之中,只要愿意付出代价,谁都可以获得货币。至于我们的贷款项目以及我所接触过的所有银行,除了获得营业执照速度上出现具体的困难之外,均能够保持很好的赢利水平,所以并没有出现任何困难……由于父亲和博金斯都不在纽约,需要了解的东西太多,更由于恐慌和困境,昨天我未能写完这封信。今天,情势似乎非常平静,我希望所有的麻

[1] 小J.P.摩根给E.C.格兰菲尔的电报,1907年3月6日。经德意志银行的许可使用。
[2] E.C.格兰菲尔给小J.P.摩根之间的3封电报,1907年3月13日。经德意志银行的许可使用。
[3] *Commercial and Financial Chronicle*, March 9, 1907, p. 534.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

烦已经结束,当然仅仅是目前……整体情况是极其令人迷惑的。毫无疑问,许多富有的人已经变得非常贫穷,然而,似乎无人出现破产,也许我们能够做的只是摆脱恐惧。[1]

在接下来一周,价格出现了持续性下跌,金融机构倒闭的传闻在坊间流传。J.P.摩根公司伦敦的合伙人发电报给杰克说:"《伦敦每日电讯》(*London Daily Telegraph*)今日报道,纽约知名的国际交易所已经得到救助。这是真的吗?是哪一家交易所?你期望获得更多的偿付能力吗?"[2]杰克回应说,"我们知道国际交易所受救助的传言并非真实的。这里的报纸报道说,伦敦多家证券交易所都处于困境之中。我可以电传给你任何消息。紧急清偿能力似乎已经毫无问题,但是,由于市场诸方受到沉重打击,对未来一段时期的市场不看好。"[3]

事实上,由于不安心理向其他类型的金融市场扩散,市场形势尚无定论。1907年3月23日的《商业和金融纪事》中指出:"在货币市场中,(投资者)自信心的缺失之严重是前所未有的。过去一年里铁路公司无力融资以满足对新资本的需求,表明了情况的严重程度。"[4]费城和圣路易斯两家市政府发行债券,却无一例成功。《商业和金融纪事》如此报道:"货币利率如此之高,以至于费城和圣路易斯发行的数量很少的金边证券也不可能有市场流动性。"

最终,3月25日摩根合伙人之间的电报表明最糟糕的情况已经过去了。美国财政部宣布向国民银行注资至少1 200万美元以缓解货币紧张的情势,由此,纽约投资者重新找回了信心。1907年3月29日,杰克·摩根在给伦敦合伙人的信中反映出心情的变化:

过去十日内的两度恐慌让人们大为惊恐,当然,损失是可怕的。无人破产的事实着实令人惊奇,这超越了一般商业的性质,但是,就我看到的而言,这只是表明没有人存在过度交易……然而,我相信,恐慌已经结束了。财政部相当快速地释放出货币,这个行动是市场重拾信心的真正原因,因此,我认为货币恐慌已经见底。此前我们所经历的不只是货币恐慌,而且是一种恐惧,用于大量股票购买的活期借款将在接下来的几个月里抽干市场所有的货币,以至于那些有义务偿付活期借款的人们出现获得必要资金的困难。尽管非常痛苦,但是,所发生的一

[1] 小J.P.摩根,1907年3月14日。经摩根图书馆与博物馆的许可使用。
[2] J.S.摩根公司给小J.P.摩根的电报,1907年3月22日。经德意志银行的许可使用。
[3] 小J.P.摩根给J.S.摩根公司的电报,1907年3月23日。经德意志银行的许可使用。
[4] *Commercial and Financial Chronicle*, March 23, 1907, p. 654.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

切已经成为有趣的经历。当事实大白于天下——一如正在发生的，慢慢进入一种廉价的货币市场状态，我将感到极大的解脱。从这段冗长的文字，你会明白我感到疲惫但充满希望。之所以充满希望，因为这样的简单事实，即在这个国家有着巨大的生产能力，而且这个巨大的生产能力没有因我们经历的阵痛而出现一点点削弱。[1]

几乎如其突如其来一样，正在积累的危机戛然而止。市场上的乐观主义源于美国人对买入伦敦的400万英镑黄金并运回到纽约的预期，以及美国财政部长乔治·B.科特柳(George B. Cortelyou)发出指令将1 500万美元存入纽约市的银行，这样，极大满足了资本市场对流动性的需求。《商业和金融纪事》有这样的结论，这“使得星期二的金融敏感指数发生了实质变化，恐慌趋势被控制，出现了股票价值通常的上升趋势”。[2] 在数周之内，市场的扰动似乎已经平复。

3月份的股市价格崩溃导致了金融市场的焦虑，在此期间活期借款货币利率也出现了大幅上升，但是，当现金和黄金快速流入纽约货币市场，从而利率下降以及股价温和恢复时，原来的势头得以减弱(见图3.1)。[3] 4月13日，《商业和金融纪事》观察到，“货币市场的情况出现了逆转，活期借款的特征也出现逆转，出现了不正常的高利率向不正常的低利率逆转——纽约的情况得以缓解，其他地方的情况也像纽约一样得到缓解。这种变化开启了股票市场更多的投资购买模式，因此，投机操盘手也在此活跃起来”。[4]

尽管乐观情绪已经回归，但是，稳健的买入行为尚未呈现。《商业和金融纪事》指出，疲软的交易和持续的低股价表明交易所里的投资者匮乏。在整个4月和5月间，股票指数下跌了3%。价格下跌幅度较大的股票板块有船运业(下跌12%)、家用商品(下跌12%)、机械(下跌10%)和铜生产行业(下跌10%)。4月20日，《商业和金融纪事》仍持悲观态度，指出：“尚未发现既有不稳定性的避难所……在真正的经济复苏到来之前，很大程度的经济不规则性尚需医治。”[5]

商业的基本面也出现了黯淡的前景。4月份，申请破产清算的价值相对上

---

[1] 小J.P.摩根给J.S.摩根公司的电报，1907年3月29日。经摩根图书馆与博物馆的许可使用。

[2] *Commercial and Financial Chronicle*, March 30, 1907, p. 716.

[3] 活期借款是由银行向经纪人的贷款构成的，经纪人必须按期偿付并以债券或股票作为担保。看涨期权的贷款利率是货币市场行情的最重要的“晴雨表”。这些利率在1907年3月和7月的波动性反映了投资者的焦虑程度。

[4] *Commercial and Financial Chronicle*, April 13, 1907, p. 832.

[5] *Commercial and Financial Chronicle*, April 20, 1907, p. 851.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

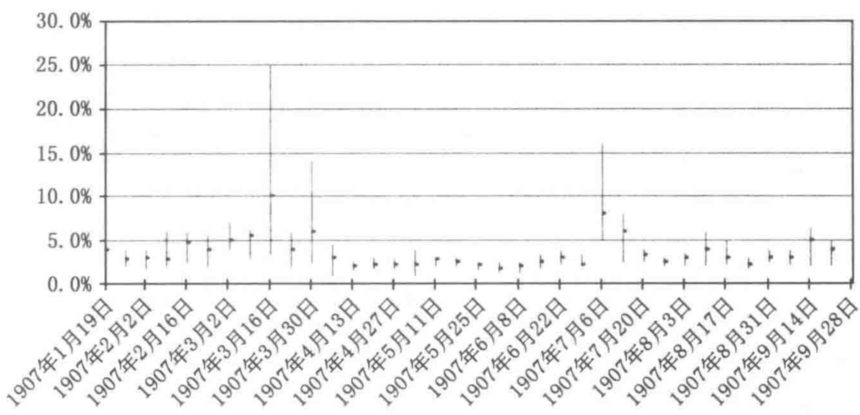


图 3.1 活期借款利率

一年度同期增长了38%,其中,制造业增长最快。[1] 5月2日,在伦敦的泰迪·格兰菲尔在电报中询问关于股市的情况,并问及何时旧金山的银行才能重新开业。[2] 摩根回答说:"想来,黄金需求增加是可能的,但是,估计需求量的大小是不可能的。相信,股市中的投机程度会大大下降。尽管美国总统多变的行动会导致市场困难的担忧,但是,不要去听市场会出现严重困境的谣言。"[3]1907年,对于金融家和投资者来说,"美国总统的行动变化"是高于一切的关注点。



除了他的贵族姿态和贵族血统,西奥多·罗斯福总统驾轻就熟于将自己的声音转化为国民普遍的意志。到1907年,伴随着国家产业的快速增长,(社会经济)出现了剧烈的变化,美国人越来越处于心理失常的状态。他们因进入这个国家的移民数量和类型而担忧;他们因大城市的规模、噪音和狂躁而担忧;他们因自己选出的代理人的作用而担忧;他们因年老、疾病和工作中的伤害而担忧;他们因城市生活中日常发生的道德危机而担忧;甚至,他们担心食品和饮用水的质量问题。尤其是,绝大多数人对于大商业实体的兴起和公司兼并运动的反应是莫名惊诧的。有些被称为"激进的"美国人强烈要求结社的权利,以保护自己不

[1] *Commercial and Financial Chronicle*, May 4, 1907, p. 1020.

[2] 地震和火灾后旧金山银行关闭几周的主要原因是让保险柜冷却。金融区的大火燃烧得很剧烈,如果大火熄灭后,就立即打开银行的保险柜,余热将会引起保险柜里的文件燃烧。银行重开业务需要等到经济恢复,这就要求旧金山依赖外部资金支付城市密集重建的劳动者的工资。

[3] 私人电报,摩根·格兰菲尔档案资料,伦敦。市政图书馆经德意志银行的许可使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

受那些只顾及自身经济利益而不顾公共利益的人们的伤害。[1] 西奥多·罗斯福总统成为他们最公开的支持者。

激进者尤其带着一种恐惧的心理看待 J.P.摩根和华尔街,有些方面非常明显地表现出来。自内战以来,由于金融推动者的掠夺和假公济私,使得公司金融史是一部断断续续的历史。当内部人和外部投资者利益冲突公开化,而公共利益无法保障之后,似乎就会出现金融家的直接介入。更重要的是,这些投资者的诸多联合导致了寡头和垄断,为了实现投资者利益而牺牲了消费者福利。新的公司"托拉斯"规模剧增引起人们的关注,人们担心有可能经济权力被滥用以达到政治目的。例如,标准石油公司拥有铁路运输其产品的运费折扣的权利,而它的竞争对手就没有这项权利。刺探名人丑闻的作家,例如吴普顿·辛克莱尔(Upton Sinclair)就很有名,关注肉类加工业的不卫生状况。林肯·斯蒂芬斯(Lincoln Steffens)揭露了医药行业使用不安全的化合物。在这样的背景下,相当封闭的高端公司金融世界引起了高度猜疑。

西奥多·罗斯福总统是这场激进运动的典型参与者,他运用他的行政权力来挑战大公司的影响力,并调和劳资关系。他是政治大变革时代的实用主义者,他巧妙地周旋于各种对立的态度之间。与 1907 年发生的各种事件最相关联的就是他针对大公司的态度和政策。一方面,罗斯福接受工业化以及工业化所带来的大规模的企业。[2] 他相信大公司存在有其理由,政府的态度不应是取消大公司,而应该是明确有害的兼并类型并消除这些有害的兼并。[3] "我相信公司",罗斯福在他刚刚担任总统时说,"它们是我们现代文明发展的不可或缺的工具。但是,我相信,它们应当被监管,以保证它们的行为符合最广泛的社会利益。"[4]

然而,在面对大公司的不良行为时,罗斯福还是采取了反托拉斯法、调节和

---

[1] 关于这个时期的研究,为数不多的几部重要著作是:迈克盖尔(McGerr,2003);迪纳(Diner,1998);韦伯(Wiebe,1967);丹尼尔·罗杰斯(Daniel Rodgers),1982,"激进主义探究",《美国历史评论》,第 10 期,麦克考尔米克(McCormick,1986),特别是第 7 章:"激进主义:当代再评价"以及第 8 章:"激进主义的前奏:1890~1910 年纽约州政治转型";以及埃森纳(1994)。

[2] E.E.莫里森(E.E.Morison)和 J.M.布卢姆(J.M.Blum)的论文,1952,第 5 卷,第 24 页。

[3] 大恐慌发生的几周后,罗斯福说:"遗憾的是,我们目前的法律禁止所有的兼并,而不是将那些有益的兼并和有害的兼并区别开来……反托拉斯法不应该禁止那些为了社会公共利益的兼并,而应该禁止那些导致社会不公正的兼并。"摘自西奥多·罗斯福的公共演说,《谢尔曼反托拉斯法》(Sherman Antitrust Law),1907 年 12 月 3 日。经哥伦比亚大学稀有图书和手稿图书馆(Columbia University Rare Book and Manuscript)的许可使用。

[4] Copper(1983),p.83.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

监管等激进的政策。例如,在1902年,罗斯福发起了一系列重要的反托拉斯行动。事实上,这一系列行动开始于北方证券公司(Northern Securities Company)的诉讼案,该公司是J.P.摩根、詹姆士·J.希尔(James J. Hill)、约翰·D.洛克菲勒(John D. Rockefeller)以及E.H.哈里曼(E.H. Harriman)于1901年组建的铁路信托公司,此时恰逢罗斯福总统上任的五周后。两年后,依照最高法院判决,公司被解散。罗斯福还提出了不受欢迎的"牛肉托拉斯"诉讼案,反牛肉托拉斯案于1905年得到了法院的支持。当各州于1904~1907年间发起针对标准石油公司反托拉斯诉讼的时候,罗斯福指导着美国司法部,领导了这场反石油垄断的斗争。[1] 到1907年,根据《谢尔曼反托拉斯法案》(Sherman Antitrust Act),罗斯福政府发起了针对近40家公司的诉讼案。

在同样的精神指导下,罗斯福重新激活了州际商业委员会(Interstate Commerce Commission)。州际商业委员会成立于1887年。罗斯福签署了1903年的《艾尔肯斯法案》(Elkins Act)和1906年的《海浦伯恩法案》(Hepburn Act),赋予该委员会确定铁路运输最高限价的权力。他还扩大了总统任期内的权力并一定程度上赋予了总统保护社会特定群体以及监督经济的权力,这是此前自美国南北统一后从未见到的情况。在印第安纳波利斯的美国阵亡将士纪念日演说中,西奥多·罗斯福总统痛斥道,"掠夺成性的富人"是美国私人产权制度的最大威胁:

当前我们面临的一个大问题就是保护私人财产权利。如果我们牢记来自社会主义者和独裁者的威胁小于来自掠夺成性的富人的威胁,那么我们就能够保护财产权利。没有什么可以阻碍我们通过选举获得公民权利,并通过政策来主张公民权利。只要我们有这样的权利,就可以监控财富的商业化运用,尤其是财富在公司形态下的运用。[2]

激进主义在州层面同样有所反映。各州立即通过法案来限制铁路公司向旅客收取的费用。商业分析人士认为,这些限价措施导致了收益低于服务成本,这样,诱发了股价下跌的压力。[3]《商业和金融纪事》评论道:"是什么导致了铁路和股市处于困境? ……当3月份的崩溃发生时,决定性原因是相同的;事实上,

---

[1] McGerr (2003), pp. 156-158.
[2] McGerr (2003), pp. 156-158.
[3] *Commercial and Financial Chronicle*, June 1, 1907, p. 1270.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

历时一年半，在此期间价值不断缩水。由于按照国会和州法案，监管机构和不利法案的高强度冲击，市场信心几乎完全丧失。由于没有人能够说清楚未来将向何处去，所以，即使股票价格看似极低，也没有人愿意购买。”[1]



明智的观察家们形成的最初判断是，1907 年 3 月股价崩溃是投资者的担忧激发出来的，而投资者的担忧则是罗斯福政府对于铁路公司和产业公司的态度引起的。“我们提前一年预告了这场灾难，这是追踪铁路产权而得出的确定性结果，是铁路大亨和其他大资产所有者不得不承受的结果，”《商业和金融纪事》在关于最新发布的 E.H.哈里斯联合太平洋铁路公司(E.H. Harriman's Union Pacific)调查的评论中这样说，“刚刚发生的一切并非最后的一幕。今后，如果诱因仍在，而我们认为诱因将会存在，那么，不排除证券行业和证券持有者还将承受这样的结局，各种产业必将深陷其中。”[2]当然，诱发因素就是美国总统。

---

[1] *Commercial and Financial Chronicle*, June 1, 1907, p. 1276.
[2] *Commercial and Financial Chronicle*, March 9, 1907, p. 534.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第4章 信用厌食症

按照我们的看法，在这个国家，在这种情况下，没有其他任何人能够做出他所做出的事情。

——《商业和金融纪事》，1907 年 7 月 21 日

到 1907 年春季的季中，一年一度的农业融资周期真正重新来临。1906 年美国西部农产品产量出现较大幅度的增长，但是，1907 年的情况似乎不太让人乐观。收成不太好的情况可能产生对美国出口的负面影响，相应地，将影响美国企业在欧洲的融资能力。对于伦敦资本可得性的焦虑，很快在领袖级金融家身上表现出来。5 月 2 日泰迪·格兰菲尔在写给他的纽约 J.P.摩根公司的合伙人的信中说："你可以给我关于黄金输送的信息吗？英格兰银行的手头不宽裕，不得不显著提高银行利率。我期待着明日在英格兰银行举行的 J.皮尔庞特·摩根与总督的午餐会。你那里的市场有何问题？出现了对严重困境的担忧吗？"[1]

5 月 24 日，《商业和金融纪事》报道称，一些股票价格出现了"剧烈下跌"，而且"证券市场存在严重的未清算交易问题"。[2] 到了 6 月，杰克·摩根写信给他的伦敦合伙人说："这里，整个世界仍处于低落情绪笼罩之中，伴着这样的情绪，

[1] 私人电报，摩根·格兰菲尔档案资料，伦敦。市政图书馆经德意志银行的许可使用。
[2] *Commercial and Financial Chronicle*, May 24, 1907, p. 16.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们进入了夏天，证券交易所的交易量变得越来越少，日交易量越来越无足轻重。既然商业情势不可能更坏了，我们需要做的就只剩下‘休息’，然而，我想下一步的变化就是要优化商业环境。可是，我还没有看到下一步的变化，也没有什么诱因导致这种变化。”[1]

1907 年夏天，一次主要的经济冲击打击了美国资本市场。为了达到安全的黄金储备量，英格兰银行禁止发行和流通美国金融票据，美国金融票据是一种贷款，拥有金融票据的美国企业可以进口黄金。[2] 当时的经济学家 O.M.W.斯普莱格(O.M.W.Sprague)将这种行为视为“1907 年金融恐慌中最重要的金融因素”。[3] 到 1907 年夏末，英格兰银行的禁止令导致伦敦市场上金融票据的数量从 4 亿美元下降到3 000万美元。这意味着美国的债务人无法在伦敦获得再融资。结果是，流向美国的黄金突然转向英国，用以清偿金融票据。这样，进一步缩减了美国的黄金储备，1907 年 5～8 月间美国黄金储备缩减了大约 10%，造成了全国流动性的枯竭。[4]

按照经济学家艾利斯·塔尔曼(Ellis Tallman)和琼·摩恩(Jon Moen)的说法，尽管美国的利率相对较高，然而，1907 年夏季美国出口到伦敦的黄金达3 000万美元。“其结果是，”他们写道，“进入现金紧张的秋季，纽约货币市场剩下的黄金量非常小。”[5]同时，美国财政部从国民银行提取了3 000万美元存款，以赎回 7 月份到期的美国政府债券。尽管从全国资金流动的视角来看，对于流动性的影响可以忽略不计，然而，现实的情况是，因为农业融资的需要，农业地区的国民银行持有的现金储备较少，所以，资金必然来自主要的货币中心。

金融动荡的局面不断显现。6 月 28 日，纽约市2 900万美元的债券发行失败，竞买量仅仅为 210 万美元。显然，4%的债券收益税豁免是不够的，而法律禁

---

[1] 小 J.P.摩根给 J.S.摩根公司的电报，1907 年 6 月 21 日。经摩根图书馆与博物馆的许可使用。

[2] 经济学家塔尔曼和摩恩(Tollman and Moen，1990:3)对金融票据做了如下描述：“扩大信用的契约——特别是买入海外发行的债券，以期从预期的汇率变动中获得收益。一年内美元汇率发生变动，在农产品收获季节美元汇率会走强，此时，外国对美元需求增大，以购买农产品，美元汇率上升，尔后美元汇率走弱。金融票据通常在夏季支付，即农产品收获前的两个月或三个月，也就是当美元兑英镑的比价较高的时候……当英镑汇率走强的时候，银行和信托公司卖出英镑，获得美元；当美元兑英镑的比价下降时，重新获得英镑，由此而获利。不断增长的金融票据的使用似乎降低了汇率的波动性和黄金输出到海外的数量，提高了国际外汇市场的交易效率……金融票据还为原料期货市场或外汇远期市场提供了融资。”

[3] Sprague (1910), p. 241.

[4] Odell and Weidenmier (2002), pp. 12, 14.

[5] Tallman and Moen (1990), p. 4.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

止纽约市提供更高的收益率。运用比较分析的方法,《商业和金融纪事》评论道:"铁路和其他公司的票据更好,能够带来6%和7%的净收益。"[1]

杰克·摩根对日渐糟糕的情势表达了抱怨的情绪。7月19日,他写道:"目前,货币形势主导一切。如果股票市场的投机来临,这个国家、英国乃至整个欧洲大陆已经没有充足的货币为股票市场的投机行为提供融资。恰恰相反,人们一直都在储藏货币,新的交易越来越少,似乎铁路公司对货币的渴望程度也在下降,因此,由于谨慎和保守主义,我们能够度过秋季的货币紧张期而不至于发生恐慌。"[2]

"市场的不稳定依然存在,"7月27日的《商业和金融纪事》报道说,"乐观主义者才开始对渡过威胁产业形势的危险有了一点信心,在这种信心的鼓舞下,少数几只股票价格开始步步惊心的、温和的爬升,能够与去年的较低收益率相比较,同时能够做出较高分红的新鲜承诺——一旦有了新的经济生机,黄金流向巴黎的新动向就出现了,从而导致所有上市公司股票的搅动,进而丧失了收益,泯灭了希望。"[3]作为对经济基本面遭到破坏的反映,8月1日美国钢铁公司的报告称,与去年同期相比,其账面营业额下降了25%。这个消息与铜市场不景气的情况报告是一致的,尽管近期价格下跌,但是,钢铁需求反而下滑。[4]

1907年6～7月,一直处在资本市场紧缩的氛围之中,股票市场下跌了8.1%,该年前三个季度累计下跌了24.4%。整个夏季股票市场均处于下跌趋势,对投资的伤害程度相当于3月份对投资的伤害程度。关于这四个月来市场情绪的诸多描述与早春时节的市场情绪描述相似。例如,《商业和金融纪事》报道说,股市是"极其多变的,"似乎"复原能力非常微弱"。[5] 法国经济学家M.莱洛伊—贝奥里奥(M.Leroy-Beaulieu)将1907年8月的市场萎靡做了如下刻画:

就可以估算的数字而言,文明世界每年向证券投资提供的可得资本量为24亿美元;1906年提供了32.5亿美元。无论如何,美国1907年向证券投资提供资本的需求量甚至高于上述估算数量。但是,这个世界没有得到这笔资本,无法提

[1] *Commercial and Financial Chronicle*, June 29, 1907, p. 1514.
[2] 小J.P.摩根给J.S.摩根公司的电报,1907年7月19日。经摩根图书馆与博物馆的许可使用。
[3] *Commercial and Financial Chronicle*, July 27, 1907, p.184.
[4] *Commercial and Financial Chronicle*, August 3, 1907, p.248.
[5] *Commercial and Financial Chronicle*, June 1, 1907, p.1351.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

供这笔资本。除此之外，还有旧金山和瓦尔帕莱索[1](1906年8月17日)地震灾难的影响，应对地震灾难，花掉了大约2亿美元。于是，你就能够对存在的危机、利率上升以及证券投资下降有一个完美的解释。真实的情况是，国家和个人到了这样的境地：他们必须限制投资，以避免发生糟糕的事情。这是必须做的，如果不愿意这样做，那么，事件发生的力量也将迫使他们这样去做。[2]

1907年8月3日，由于违反了禁止从铁路公司获得秘密回扣的法律规定，大法官凯纳索·芒廷·兰迪斯(Kenesaw Mountain Landis)向印第安纳标准石油公司征收罚金2 924万美元。这项决定引人注目，不仅因为罚款的规模相对较大(标准石油公司股票的账面价值仅为100万美元)[3]，而且发出了一个信号，即联邦政府将积极实施新的公司监管措施。另外，西奥多·罗斯福总统不断强调他关于富人的著名论断，谴责他们导致了这个国家的金融灾难。

先生们，政府决定惩罚那些富有的恶人，这是确定无疑的，是不会动摇的。那些富有的恶人对某些困境负有责任。为了破坏政府的政策，进而逆转政府的政策，至少在一定程度上他们尽可能联合起来诱发了较大的金融压力，他们将因罪恶的行径"自尝苦果"。[4]

《商业和金融纪事》的编辑反驳说："像总统这样具有超级智慧的人如此严肃地提出这样的观点，几乎不可置信。"[5]表面上看，罗斯福针对的是标准石油的老板和其他产业资本家，但是，许多观察家认为总统也谈到了J.皮尔庞特·摩根。

在1907年8月末，纽约市曾期望再次进入债券市场发行债券。《商业和金融纪事》报道说，纽约市政府"面临迫在眉睫的灾难"。未清偿的债务正累积偿付的压力，市政建设已有的合同不断增加债务负担，社会普遍关注纽约市政府能否保证必要的融资，否则将被迫停止工程进程。在1907年夏季市场紧张的情势下，纽约市政府似乎已经无法应对了。

然而，在金融周期运行过程中，这时市场上关于纽约市政府找到了救星的流言四起。《商业和金融纪事》抓住了事情的本质：

---

[1] 智利中部港口城市。——译者注
[2] 莱洛伊—贝奥里奥(Leroy-Beanlieu)引自诺耶斯(1909:199)。
[3] 克留斯(Clews,1973:787)指出，相对于巨额罚款而言，股票的账面价值是很小的。
[4] *Commercial and Financial Chronicle*, August 24, 1907, p.28.
[5] *Commercial and Financial Chronicle*, August 24, 1907, p.440.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有一个人控制着欧洲和美国的大量资本，据说他的名字暗示，他常常能够明智地控制具有威胁的金融错配，据说他带头认购（纽约市政府）债券。尽管传言得到社会的普遍相信，但是并没有得到权威人士的确认。然而，无论真或假，众神已经明确宣布非常成功地获得了贷款。其中，欧洲占有很大的份额，公众对收益充满了信心。[1]

在1907年，这个世界只有一人能够具有如此的金融势力和影响。不能再等待下去了，而且市场紧缩的环境依然存在，纽约市政府直接寻求J.皮尔庞特·摩根的支持，希望他承销市政府发行的4 000万美元的免税债券，收益率为4.5%。

消息很快传到了伦敦的摩根合伙人那里。他们写信给杰克询问情况："J.P.摩根公司将要承销4 000万美元的年收益率4.5%的纽约市政债券，这个说法是真的吗？如果是这样，若条件合适，我们也将考虑承销相当数量的债券。"[2]杰克回答说，交易将延至9月10日，此前，公司将无力拿下这样的大单。为了支持纽约市政债券的发行，美国财政部长乔治·B.科特柳承诺向银行注入4 000万～5 000万美元的黄金。另外，为了一定程度缓解美国资本市场的压力，摩根建议在欧洲发行纽约市政债券。

最终，960个投标人认购了所发行的全部市政债券。市政债券的发行大获全胜。在整个融资过程中，摩根的作用为世人所知晓。《商业和金融纪事》做了如下报道：

我们相信，在这样的情况下，这个国家没有其他任何人能够做他所做的事情。他并不需要债券，而只是做了一个中间人。他的名字、他对欧洲金融中心的判断力以及他关于金融市场的知识，使他在整个世界资本家中的影响力无与伦比。纽约市市长麦克莱恩(McClellan)在国家最佳周期的景气状况吹风会上说："我要利用这个机会，代表纽约市，感谢你表现出来的大局意识和公共精神。"他拯救了纽约市的信用。[3]

接下来，金融界的关注点转向了自然资源行业每况愈下的形势，尤其是铜开采业。生铜交易量陡然下降，生铜价格亦如是：从1月份每磅24美分下降到8月底的每磅18美分。铜开采公司的股票价格受到了重大的影响，在1907年前

[1] *Commercial and Financial Chronicle*, September 7, 1907, p.550.
[2] J.S.摩根公司给杰克·摩根的信件，1907年8月27日。经德意志银行的许可使用。
[3] *Commercial and Financial Chronicle*, September 21, 1907, p. 681.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

三个季度里这些公司的股票价格指数下跌了41%。

到1907年10月1日,美国金融市场受到打击,经济增长和一般商业活动所需要的流动资本出现了紧张的局面。股市再一次出现了大幅下跌,所有行业的股票价值深度缩水。利率攀升,反映了金融市场的黄金和现金的流动性问题日益严重。经济学家奥德尔和威登米尔指出:"进入1907年秋季,纽约货币市场中的黄金储备水平很低,面对冲击的脆弱性表现出来,尽管冲击是暂时的。"[1]美国感到了流动性压力,世界上的其他地方也同样感到了流动性压力。阿姆斯特丹和汉堡的金融机构处于崩溃的边缘,诱发了美国证券的抛售。激进的美国总统所发起的调查、诉讼以及不断强化的监管损害了公司投资者的信心,而公司投资者的信心正是自1893年以来不同寻常的经济扩张的驱动力。总之,1907年前三个季度股市波动和资产价格持续下跌表明,美国经济生活中的问题越来越严重——形成完美风暴的乌云正在地平线上聚集。

---

〔1〕 Odell and Weidenmier (2002), p. 14.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第5章 铜 王

无疑,本周发生于纽约场外市场的联合铜业(United Copper)股票操纵事件,将作为最不理性的投机性欺骗故事载入证券交易史册。

——《华尔街日报》,1907年10月19日

1907年秋季,仅仅资本市场的形势就足以导致银行业的恐慌,这是完全可能的。股市的波动和资产价格的持续下跌、遭受打击的金融市场、利率的攀升、流动性的缺失以及激进的美国总统发起的调查、诉讼、监管和宣言就足以打压投资者的信心,并困扰资产所有者和管理者。然而,即使3月份的股市就出现了"悄无声息的崩溃",而且英格兰银行在整个夏季已经对金融票据采取了限制措施,但是,没有出现后续的冲击,因此,也就没有激起突发的公众反应。

然而,市场的弱点和银行监管分权导致的问题交织在一起,不断增强的流动性约束、银行经理人和董事们无所顾忌的运作、疯狂的投机、如金字塔般的银行间相互依赖,在这样的背景下即使是个人的行动,也会突然暴露整个系统的弱点并触发整个系统的失败。布鲁克林大街出生的、胆大包天的铜开采业巨头欲挑战这个世界上最强大的金融利益集团,从而导致了有可能毁掉美国银行系统的经济灾难。这个人在1907年秋季的"投机欺骗"行为导致了一系列事件的发生,故事开始于狂野而荒芜的中部蒙大拿的西面的山坡之上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

弗里茨·奥古斯塔斯·海因兹(Fritz Augustus Heinze)是一名冒险家和社会活动家,他身高5英尺10英寸,体重大约200磅。据相关描述,他拥有“耶鲁大学橄榄球队前卫的躯干,象牙白的面孔,一双大又蓝的眼睛炯炯有神”。海因兹还“擅长音乐且在语言方面颇有天分。必要时,他可以冒充专业人士”。[1] 凭借着他的坚韧和聪明,在蒙大拿的铜矿中攫取了财富和不好的名声,海因兹赢得了他自己不情愿的尊重,被广泛地视为采矿大盗。当时有一个说法:“海因兹是强悍的,做事情不择手段。如果有一个人是因为粗暴而获得声誉,那么这个人就是海因兹。”[2]

海因兹在德国接受了早期教育,后来在纽约的哥伦比亚矿业学院读大学,20岁时到了蒙大拿比尤特(Butte),1889年开始他在“地球上最富有的山上”获取财富。[3] 电照明技术的广泛使用,为寻找高品位的铜矿石带来了极大的希望。海因兹一个人居住在一间小木屋里,作为波士顿和蒙大拿联合铜和银采矿公司(Boston & Montana Consolidated Copper and Silver Mining Company)的采矿工程师,每天挣5美元,这样的工作持续了两年。1891年,海因兹有了用传统的熔炼技术来处理小矿石的想法,这是采矿业所没有关注的领域。也就是在这一年,在纽约资本市场筹集到300 000美元之后,海因兹成立了蒙大拿矿石采购公司(Montana Ore Purchasing Company, MOPC)。[4]

基于他受过的科学训练,海因兹成功地探索出了采矿和冶炼的先进方法,但是,他最终发现了在巴特挣钱的更加聪明的方式。[5] 在蒙大拿矿石采购公司(MOPC)成立之后,海因兹买下与其他公司拥有的富矿区相邻的矿区。一旦发现它们的矿脉出于他拥有产权的矿区之下,他就会基于富有争议的州矿场“脉端”法案,提出诉讼威胁。按照这个法案,即使矿脉处于相邻产权区位之下,矿山所有者也有权利沿着他的产权区位下的矿脉开采。于是,矿山所有者便寻求禁止性规定以避免相邻者继续开采处于他的土地上的矿脉,如果他们不顺从,那么海因兹就提起诉讼。为此,海因兹聘请了37位律师,对其他采矿公司进行打包式诉讼。一段时间里,海因兹与他的对手的未决诉讼案就有133件。[6]

---

[1] *Current Literature*, January 1908.
[2] McNelis (1968), p. 27.
[3] *McClure's Magazine*, May 1907.
[4] *McClure's Magazine*, May 1907.
[5] McNelis (1968), p. 21.
[6] *Current Literature*, January 1908.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这些年来,海因兹的主要对手就是约翰·D.洛克菲勒的标准石油公司,这是世界上最大的企业之一。亨利·H.罗杰斯(Henry H. Rogers)和标准石油公司的其他所有者看到了西部铜开采利益集团联合起来的希望,于是,他们募集资本7 500万美元,于 1898 年成立了合并铜业公司(Amalgamated Copper Company)。[1] 公司成立伊始,合并铜业公司所购买的诸多产权用矿脉端理论衡量都已经是海因兹强烈起诉的那些产权。这样,不仅海因兹拒绝加入混合联合体,而且在法庭上海因兹还将继续与标准石油公司争斗。[2] 合并铜业公司作为新贵并没有低头,而是对海因兹提起抗诉,案值达到3 250万美元,[3]H.H.罗杰斯本人发誓要毁掉海因兹,他说:“百老汇大街 26 号(标准石油总部所在地)的旗帜从来不会降下来。即使花掉1 000万美元,我也要把海因兹赶出蒙大拿。”[4]他确实花掉了数百万美元。1906 年 2 月,在多年的诉讼和纠缠之后,合并铜业公司买断了海因兹的资产,买断了海因兹绝大多数的铜矿,为此,合并铜业公司花去了1 200万美元。[5]

带着从合并铜业公司获得现金的兴奋以及打败标准石油公司后的充溢的勇气,37 岁的海因兹将他的注意力转向了华尔街。刚回到纽约,海因兹就决定进入银行业,之所以如此,是因为他要与纽约最富有传奇色彩的、臭名昭著的华尔街人物之一进行合作。此人就是查尔斯·W.摩尔斯,“一个小个子、结实而又肥胖的男人,穿着深灰色的西服,外表整洁”。[6] 他控制着北美国民银行(National Bank of North America)和新阿姆斯特丹国民银行(New Amsterdam National Bank),而且他还是国家商品交易所(Mercantile National)重量级持股人。[7] 拥有各种著名的头衔,如“冰王”和“汽艇之王”,摩尔斯作为金融领域的大腕已经很长时间了,初始时是通过推广他的美国冰业公司(American Ice Company)而扬名金融界的,接着他收购和合并了沿海汽艇运输线,这使他再次扬名。[8]

摩尔斯曾经说:“银行意味着信用,而信用意味着势力。”[9]于是,他提出控

---

[1] *Cosmopolitan*, January 1904.
[2] *Cosmopolitan*, January 1904.
[3] *Current Literature*, January 1908.
[4] *Current Literature*, January 1908.
[5] *Current Literature*, January 1908.
[6] *Current Literature*, February 1910.
[7] *New York Times*, October 20, 1907, p. 1.
[8] *New York Times*, October 20, 1907, p. 1.; *Current Literature*, February 1910.
[9] *Wall Street Journal*, November 30, 1907, p. 6.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

制银行系统来获得势力。那时，在普遍禁止建立银行分支机构的形势下，摩尔斯采取了被实业界众人仿效的战略，即所谓的"连锁银行"(chain-banking)。摩尔斯的集团买进一家银行的控制性权益，然后运用银行的股票作抵押，借钱购买其他金融机构的股份。这项交易技术被重复使用，直至摩尔斯和他的同伙创造了金字塔般的银行连锁关系。[1]

此前在蒙大拿，F.奥古斯塔斯·海因兹仅仅拥有非常小的银行权益，但是，摩尔斯的计划给了海因兹成为大富豪的承诺，并为海因兹成为纽约金融圈中的大腕提供了机会。在摩尔斯的影响下，海因兹使用合并铜业公司收购其产权所得资金的一部分，收购了位于纽约的商人国民银行(Mercantile National Bank)，并于 1907 年 2 月成为这家银行的总裁。[2] 于是，海因兹加入到摩尔斯的行列，作为总裁的摩尔斯掌控了一个包括至少 6 家国民银行、10 家或 12 家州银行、5 家或 6 家信托公司以及 4 家保险公司的连锁金融机构。[3] 在内华达、加利福尼亚、墨西哥和其他地方，海因兹依然拥有大量的财产。海因兹将余下的矿山权益与一家控股公司联合起来，这家公司就是联合铜业公司(United Copper Company)。[4] 事实上，出于税收的考虑，早在 1902 年海因兹就开始进行了联合经营。F.奥古斯塔斯和他的两个兄弟，一个是奥拓(Otto)，另一个是阿瑟(Arthur)，每一个都是这家公司的大股东，也是这家公司的董事。

海因兹还花96 000美元为他的两个兄弟奥拓和阿瑟买了交易席位，创立了奥拓·C.海因兹公司(Otto C. Heinze & Company)这家经纪人事务所，从而对华尔街产生直接的作用。[5] 事实上，该公司占据了位于百老汇大街 42 号联合铜业公司大厅里的办公室，穿过大厅就直接到达办公室——两家公司使用同一

---

[1] Tallman and Moen (1990), p. 5; and McNelis (1968), p. 153.

[2] Tallman and Moen (1990), p. 5; and McNelis (1968), p. 153.

[3] 拥有商人国民银行的海因兹将一些金融机构合为一体，这些机构包括联合国民银行(Consolidated National Bank)、北方国民银行(Northern National Bank)、商人和交易人银行(Mechanic and Traders Bank)、蒙大拿州储蓄银行(State Savings Bank of Montana)、盐湖城犹他国民银行(Utah National Bank of Salt Lake City)、国家商人交易所(Merchant's Exchange National)、贴现银行(Bank of Discount)、河边银行(Riverside Bank)、卡耐基信托公司(Carnegie Trust Company)、帝国信托公司(Empire Trust Company)、因特鲍洛信托公司(Interboro Trust Company)、哈德森信托公司(Hudson Trust Company)、哈特福德安泰保险公司(Aetna Indemnity Company of Hartford)、大都会火灾保险公司(Cosmopolitan Fire Insurance Company)、罗彻斯特所有权与担保公司(Title & Guarantee Company of Rochester)以及储蓄和人寿保障协会(Provident Savings Life Assurance Society)。

[4] McNelis (1968), p. 117.

[5] McNelis (1968), p. 156.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

个通道，甚至平摊租金。[1] 将奥拓·C.海因兹公司作为华尔街上主要的代理机构，海因兹兄弟与查尔斯·W.摩尔斯一道进入了股票投机性交易市场，海因兹用联合铜业公司的30 000股换取了相应价值的摩尔斯纽约人冰品公司(Knickerbocker Ice Company)的股份。在 1907 年的夏季和早秋季节，当货币利率收紧并且股价普遍下跌之时，海因兹兄弟开始关注他们在联合铜业公司持有的股份，他们的股票被用来保证其在大量的银行关联中的地位。为了支撑联合铜业公司股票的价格，海因兹兄弟大量购入公司股票，并将所购入的股票放在华尔街 20 家经纪人公司作为押金，进一步购入公司股票。危险的游戏开始上演了。[2]

---

[1] *Wall Street Journal*, October 19, 1907, p. 1; *Wall Street Journal*, January 19, 1907; *New York Times*, April 13, 1907.

[2] McNelis (1968), pp. 156—157.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第6章 逼仓与逼空

场外市场从未发生过如此疯狂的操纵股票景象，场外市场的老手如是说。

——《华尔街日报》，1907年10月17日

1907年10月9日，星期三，掌控海因兹—摩尔斯股票池运作的奥拓·海因兹彻查了联合铜业公司的所有股票账户。[1] 令他大吃一惊的是，他发现在市场中买卖的股票大约450 000股——超出实际存在的股票达到25 000股！[2] 奥拓猜想，这种情况的出现仅有一种可能，那就是某些证券经纪人偷偷地将他们持有的联合铜业公司股票借给那些想在股票上投机的交易者。他认为，那些交易者此时在按照市场价格卖出了所借的股票，并期待着股票的价格下跌。如果联合铜业公司的股票价格果真下跌，那么，当交易者被要求归还所借股票时，交易者以低价重新购入股票，而其中的差价就被收入囊中。[3]

---

〔1〕 关于海因兹兄弟意图让联合铜业公司股票陷入绝境及其引致的后果，来自当时出版物的记载，包括以下出版物：《竞技场》《芝加哥每日论坛报》《商业和金融纪事》《大都会》《当代文学》《莱斯利每月杂志》《麦克克莱尔杂志》《纽约时报》《华尔街日报》以及《华盛顿邮报》。其他当时的参考资料除了提供简单看法和关于1907年10月事件的不同观点的大量书籍之外，还有关于F.奥古斯塔斯·海因兹和查尔斯·W. 摩尔斯个人的历史记载。萨拉·麦克内利斯(Sarah McNels)单独访问了奥拓·海因兹，因此，萨拉·麦克内利斯所著的《F.奥古斯塔斯·海因兹传记》特别有帮助。

〔2〕 McNelis (1968), p. 157; and *New York Times*, May 3, 1910, p. 20.

〔3〕 这种交易策略被称为“卖空”。当某种证券或市场被认为出现超额定价时，通常采用这种策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而,奥拓·海因兹认为,他和他的兄弟们拥有了联合铜业公司的大部分股票,其中包括大部分被秘密借给空方的股票。如果海因兹兄弟"召回"那些被借出去的股票,就会逼迫空头就范。从根本上来说,海因兹兄弟可以迫使空方在市场上争夺联合铜业公司的股票,当发现买不到联合铜业公司的股票时,他们要么以上涨了的价格买入股票,要么被迫直接找海因兹兄弟解决问题。这项交易技术有时被称为"榨空头"(bear squeeze),只有海因兹兄弟确实拥有绝大多数正在交易的股票时,方可成功实施这项交易策略。为了实施这项交易策略,海因兹兄弟首先需要买进联合铜业公司剩下的所有股票。这将导致股价进一步上升,从而吸引更多的空头卖方向证券经纪人借入股票。一旦海因兹兄弟获得了必要的联合铜业公司控制性权益,或者叫"逼仓"条件,他们就可以召回所有的流通股,从而启动"榨空头"策略。[1]

对于"榨空头"的前景,奥拓兴奋了。10 月 10 日,星期四,奥拓找到他的兄弟弗里茨·海因兹,寻求帮助(他的另一个兄弟阿瑟·P.海因兹正在欧洲旅行)。奥古斯塔斯意识到,在过去几个月里,持续支撑联合铜业公司股价,他们已经通过纽约、费城和波士顿的经纪人事务所买入大量公司股票。绝大多数股票都是他们向经纪人借钱购买的,这种交易方式叫作"保证金购买"(buying on margin)。正因如此,他们购买的股票成为借款抵押物,而且所有凭证均在经纪人手中。因此,经纪人向空头卖方出借这些股票是可能的。到 1907 年秋季,由于保证金购买,海因兹兄弟已经向他们的经纪人负债 200 万美元,而且一旦市场总体走弱,需要海因兹兄弟偿还更多的货币量。如果海因兹兄弟通过召回股票的方式发起"榨空头",这些股票的购买费用必须立即全额支付给那些经纪人。[2]

奥拓认为,为了执行这项计划,他至少需要 150 万美元(这样,他将弥补因"榨空头"而出现的保证金债务)。可是,当 10 月 10 日,他向自己的兄弟求助时,奥古斯塔斯拒绝了奥拓的请求,奥古斯塔斯说他缺钱,而且他作为商人国民银行的总裁,不能冒这样的风险。在过去的四个月里,奥古斯塔斯发现,他的银行出现了"悄无声息的挤兑"[3],储户已经悄悄地取走了 400 万美元。奥古斯塔斯已经收

[1] Tallman and Moen (1990), pp. 5—6.
[2] McNelis (1968), p. 157.
[3] 海因兹选择的词语是有意思的且不同寻常的。无论是过去还是现在,见多识广而且信息充分的储户非常细心地掌控着银行的经营条件,他们最先洞察环境的恶化,因此,他们最先从银行提取他们的资金。信息不够充分的储户紧随其后,也许他们已经看到了见多识广者的行动。见多识广的储户的作用是巨大的。在一定程度上,见多识广的储户引发储户逃离银行,海因兹非常巧妙地称之为"尖叫着逃离"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

回了商人国民银行放出去的贷款,因此,无法向他的兄弟提供实质性的帮助。[1]

然而,为了表面上努力促成这项策略,奥古斯塔斯安排了奥拓和他本人与查尔斯·W.摩尔斯以及查尔斯·T.巴尔内的见面会。巴尔内是纽约人信托公司的总裁,而纽约人信托公司是纽约第三大公司,而且他本人参与了摩尔斯的各项计划。在巴尔内位于第五大街的寓所,他们见了面。摩尔斯告诉海因兹兄弟,他们错了。"榨空头"需要的远不只是 150 万美元,也许至少需要 300 万美元。[2]三个人都断然拒绝了奥拓的请求。与此同时,经纪人要求的准备金不断累积,奥拓也害怕自己公司的现金储备被耗尽。

联合铜业公司的股票并非纽约证券交易所公开上市的股票,而是在经纪人之间进行交易的股票,这个交易市场被称为"场外市场",位于百老汇大街交易所大楼之外。10 月 12 日,星期六上午,在这个场外市场的交易日开始时,联合铜业公司股票开盘价格为 45.5 美元,两个小时后卖出价就下降到 37.75 美元,在海因兹看来,做空股票的交易再一次活跃起来。[3] 确信恰当其时,星期天夜间奥拓·海因兹独自决定启动"逼仓"和"榨空头"计划。他召见了菲利普·克里伯格(Philip Kleeberg),此人是格罗斯—克里伯格股票交易公司(Gross & Kleeberg)的合伙人,并发布两项指示:第一,他要求经纪人按照星期一的标价买入联合铜业公司股票6 000股,希望这样能够迫使空方平仓;第二,为了惩罚向空头卖方提供股票的经纪人,他将召回全部海因兹拥有的联合铜业股票凭证。

星期一上午,联合铜业股票开盘时冷冷清清,几笔卖出价为 39.875 美元,然后又有一笔交易,价格为 39 美元。观察家们报告说,在开盘几分钟后,有一名代表著名证券交易事务所的经纪人兴奋地挤进人群,开始竞价购入股票,要求购进5 000股。在 15 分钟内股票价格迅速攀升:40 美元价位购进 100 股,41 美元价位购进 100 股,49.875 美元价位购进 100 股,51 美元价位购进1 000股,52 美元价位购进 100 股,53 美元价位购进 100 股,57 美元价位购进 700 股,59 美元价位购进1 000股,60 美元价位购进1 000股。[4] 到上午 10:50 第一波交易结束后,

---

[1] McNelis (1968), p. 157.
[2] *New York Times*, May 3, 1910, p. 20.
[3] *Wall Street Journal*, October 17, 1907, p. 3.
[4] *Wall Street Journal*, October 17, 1907, p. 3.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股票价格与前一日收盘价格相比，超出近 23 美元。4 000股已经被买进。[1]

“在交易者看来，代表联合铜业集团以较高的价格购进股票，无须焦虑，”《纽约时报》报道说，“买入价和卖出价保持在 2 个点或 3 个点的差距，那些卖出股票的人是想脱手的，于是，按照竞价甩卖了股票；或者，他们发现了竞买者从市场跌落的机会。这样的情势，加之联合铜业公司几乎不可能再买入股票的事实，因此，空头卖方并不买账，场外交易者将这种情况视为竞价买入股票的一般行为而非‘榨空头’交易”。[2] 星期一上午的暴风骤雨般的交易之后，“事情发生得太突然，以至于经纪人无法联系上他们的客户，”股票价格几乎立即又出现了下跌，整个交易日保持在 50～53 美元价位，收盘价为 52.875 美元。该交易日的全部交易量为18 200股，最高报价为每股 62.5 美元。[3]

与此同时，数千张股票凭证送达奥拓·海因兹公司的办公室，到期的支付额为630 000美元。按照交易规则，海因兹兄弟有义务在同日 14:15 之前对这些股票完成现金支付。[4] 奥拓再一次向他的兄弟奥古斯塔斯申请借贷，以满足证券成本的给付。海因兹兄弟计算了一下，联合铜业公司股票的交易价格大约为 60 美元，他们仅需要证券价值的 1/3 作为担保就可以确保贷款，以便当日支付经纪人。这一次，奥古斯塔斯答应了奥拓的请求，他从他的商人国民银行安排了一笔贷款，以满足基于奥拓·海因兹公司账户开出的支票。[5] 基于最好的市场时机、空方急于平仓以及可获得的现金，奥拓相信“榨空头”的时机终于到来了。

10 月 15 日，星期二，奥拓·海因兹实施了其计划的最后一步，《芝加哥每日论坛报》(*Chicago Daily Tribune*)捕捉到了这一点，报道如下：

在“逼仓”经理人的指导下，20 家股票交易公司将买入联合铜业公司的股票。他们决定遵照指示，尽可能在最早的时间交割他们的股票，这个时间是星期二 14:00。据说，“逼仓”经理人确信无疑的是，大多数股票交易公司将交割他们拥有的全部股票，并期待着一部分经纪人出现交割违约。在这样的情况下，海因兹的

[1] *Chicago Daily Tribune*, October 15, 1907, p. 4; and *Wall Street Journal*, October 15, 1907, p. 8.

[2] *Chicago Daily Tribune*, October 15, 1907, p. 4; and *Wall Street Journal*, October 15, 1907, p. 8.

[3] *New York Times*, October 15, 1907, p. 11; and *Wall Street Journal*, October, 1907, p.8.

[4] McNelis (1968), p. 158.

[5] McNelis (1968), p. 158.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经纪人就可以按照市场交易规则买进股票，并迫使犯错误的经纪人支付买入价与海因兹的经纪人按照公司财务报告书持有股票的价格之间的差价。[1]

星期二上午，联合铜业公司股票的开盘价为 50 美元。在上午的交易时段中，股票交易清淡，仅成交几百股。[2] 然而，令海因兹惊讶的是，作为对海因兹指示的回应，20 名经纪人全部买到了他们所要买进的股票。[3] 没有发生违约现象，而且，市场上联合铜业公司的股票是充足的。海因兹的判断是错误的。事实上，经纪人买进了如此巨量的股票以至于海因兹最终被迫拒绝交割。在这样的消息影响下，出现了巨量交易，股价迅速上升到 59 美元，于是，最终出现股价下跌。"成千上万的股票以尽快的速度通过邮政系统出现在海因兹面前，"《纽约时报》报道说，"格罗斯—克里贝格公司无力阻止如洪水般的趋势，于是，市场出现崩溃。"[4]无法将股票转手给海因兹兄弟的经纪人们将他们所有的股票都抛向了市场，"逼仓"的企图破灭了。没有任何预兆，股价下跌呈现出疯狂的景象。仅仅在几分钟内，股价垮塌式下跌到 50 美元，然后到 45 美元，直至 36 美元的当日收盘价格。在收盘时，股票的卖出价为 38 美元，但是，无人买入，而且，有一人冲入人群，报价 25 美元，欲买入股票。[5]

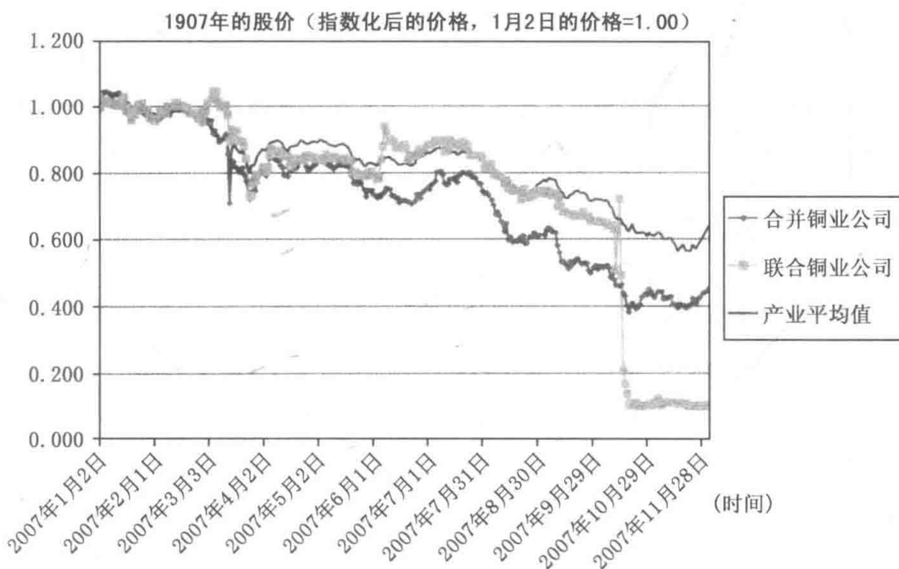
接下来的交易日里，联合铜业公司股价下跌是令人吃惊的。"场外市场很久没有出现类似的情况了，"《华尔街日报》报道说，"事实上，场外市场的老人们说，过去他们从没有看到过类似情况。"[6]然而，股价的下跌远没有结束。星期二以 36 美元的价格收盘之后，联合铜业公司股票星期三上午开盘报价就降到 30 美元。报道者还未来得及将交易记录下来，也就是在开盘后的 3 分钟，价格又跌到了 20 美元。在股价一路下跌中，有人买进 500 股，经过短暂的平静之后，股价徘徊在 25 美元左右。这样的平静状态维持了大约一个小时，此后，股价又开始下跌。接着，出现了 18 美元的卖出价。在最后一小时里，股价跌到了最低点。当联合铜业公司的股价跌到每股 10 美元时，"一群经纪人冲到了大街上大吵大闹起来"。[7] 在同一个时点上，出现了多达五种不同的报价。事实上，股票的套利

[1] *Chicago Daily Tribune*, October 17, 1907, p. 2.
[2] *New York Times*, October 17, 1907, p. 1.
[3] *Chicago Daily Tribune*, October 17, 1907, p. 2.
[4] *New York Times*, October 17, 1907, p. 1.
[5] *Wall Street Journal*, October 17, 1907, p. 3; and *New York Times*, October 16, 1907, p. 13.
[6] *Wall Street Journal*, October 16, 1907, p. 4.
[7] *Wall Street Journal*, October 17, 1907, p. 3.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

交易停止了。《华尔街日报》报道称:“在场外市场上从没有发生过如此疯狂的操纵股票情景,场外市场的老手如是说。”[1]

“场外市场中的各种传言满天飞,”《纽约时报》报道说,“经纪人需要以他们最好的朋友的名义进行交易,而股票交易公司就是他们最好的朋友。交易者参与到市场中来,但是,一两个交易者很快参与进来后,他们就会遭受损失,从而阻碍了交易者的联合行动。所能够看到的是,即使对于谨慎的实力较大的交易者来说,也不是好的交易市场。”[2]在明显存在的无节制的股票供给以及又无做空交易的情况下,三天之内股价便下跌了 50 个点,而此前联合铜业公司的股票在两天时间里已经下跌了 50 个点。星期三的最终交易价格记录是每股 15 美元(见图 6.1)。该日的交易量累计为6 800股。[3] 在当日收盘之后,华尔街和整个纽约市的银行家们召开了会议,试图拿出拯救计划。[4]



资料来源:作者基于 1907 年《华尔街日报》的报价表整理。

图 6.1 1907 年联合铜业股票价格

[1] *Wall Street Journal*, October 17, 1907, pp. 3, 4.
[2] *Wall Street Journal*, October 17, 1907, p. 3.
[3] *Wall Street Journal*, October 17, 1907, p. 3.
[4] *New York Times*, October 17, 1907, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第7章 坍塌的多米诺骨牌

……市场失败的衍生品以及联合铜业公司股价严重崩溃的可能后果，已经对股票交易产生了灾难性的影响。

——《纽约时报》，1907年10月17日

“逼仓”意图失败的第一受害者是格罗斯—克里伯格公司，它是按照奥拓·海因兹要求发起“逼仓”的经纪人公司。10月16日下午，即星期三下午，格罗斯—克里伯格公司关门歇业，而且在实施卖出所有联合铜业公司股票之后，暂停了所有的交易业务。按照奥拓·C.海因兹公司的指令，购进6 000股联合铜业公司的股票之后，格罗斯—克里伯格公司发现海因兹兄弟不愿意对这些股票支付价款。事实上，在始于星期一的股价一路从39美元到60美元的上涨过程中，经纪人公司是联合铜业公司股票最活跃的买入者。当海因兹公司拒绝收购这些股票时，格罗斯—克里伯格公司被迫在遭受巨大损失的情况下于星期三抛售所持有的联合铜业公司股票，快速驱动股价下跌到每股10美元。[1]

在写给证券交易所管理者的信中，对于他们的处境，格罗斯—克里伯格公司解释道：

---

[1] *New York Times*, October 17, 1907, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亲爱的先生:星期一,也就是14日,按照奥拓·海因兹公司的指令,作为交易所会员,我们买入并实际购得联合铜业公司普通股和优先股共计3 202股,1907年10月15日星期二我们通知了海因兹公司,提出给付,而给付请求被拒绝。由于他们无法履行合约,所以,昨日我们有责任向交易所提出暂停交易。[1]

"失败的公司(比如格罗斯—克里伯格公司)在许多月份里在证券交易所中不再活跃,"《纽约时报》后来报道说,"市场失败的衍生品以及联合铜业公司股价严重崩溃的可能后果,已经对股票交易信心产生了灾难性的影响。对股市充满希望的态度到来的那一天将影响到整个市场。"[2]据估计,在联合铜业公司股票的购买行动中,仅格罗斯—克里伯格公司一家就花掉了300 000美元。"我们的委托人把负担压在了我们的身上,"在解释失败的原因时,菲利普·格罗斯说,"这就是失败的全部原因。每个人都知道委托人是谁。"[3]经纪人公司的另一个代表人物说得更加直截了当,他说,格罗斯—克里伯格公司之所以失败,原因是"公司为海因兹那帮人购买联合铜业公司股票,而他们拒绝接受所购得的股票。"[4]这家成立于1904年12月的经纪人公司立即将所有的事项交给代理人,向奥拓·海因兹公司索赔。[5] 这些行动减轻了金融圈中一定程度的恐慌,但是,仍然存在一种不祥的预感,不兑现联合铜业公司股票交易的承诺导致了一家经纪人公司的灾难,而灾难将扩散开来。[6]

当失败的逼仓消息扩散开来的时候,华尔街的注意力转向了奥拓·海因兹更加有名的兄弟奥古斯塔斯。不仅因为奥古斯塔斯为众人所知且引人注目,而且是因为他在联合铜业公司拥有控股权,因此,他当然能够从企图逼仓的行动中获得个人利益。另外,尽管当时尚不被众人所知,但事实上,奥古斯塔斯通过商人国民银行向奥拓·海因兹公司提供了担保贷款,而他本人既是商人国民银行的总裁,也是银行董事。然而,奥古斯塔斯·海因兹及其同僚们向社会宣称,他与以不幸的命运收场的联合铜业公司股票逼仓行动没有任何关系。他们还坚称,奥拓·海因兹组织的有预谋的逼仓,并没有征求过他的兄弟奥古斯塔斯的意

[1] *Washington Post*, October 18, 1907, p. 4.
[2] *New York Times*, October 17, 1907, p. 1.
[3] *Washington Post*, October 17, 1907, p. 3.
[4] *Chicago Daily Tribune*, October 17, 1907, p. 2.
[5] *Washington Post*, October 17, 1907, p. 3.
[6] *New York Times*, October 17, 1907, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

见。[1] "F.奥古斯塔斯·海因兹,"《华尔街日报》报道说,"对于他兄弟公司的事务并不知晓,为了查明真实情况,他已经聘请了特别顾问和审计专家。"[2]

在10月16日星期三的一整天里,当联合铜业公司股票价格崩溃式下跌之时,有人发现奥古斯塔斯·海因兹在金融区奔忙,寻求得到各方银行业利益代表的意见。"在下午早些时候,在摩尔斯先生位于北美国民银行的办公室里,海因兹先生同摩尔斯会谈。摩尔斯与海因兹之间关于违约行为的谈话昨日已经广为流传,"《纽约时报》报道说,"然而,摩尔斯先生的朋友们对昨日的谈话淡然处之,因为,此前他们已经知道摩尔斯先生对海因兹公司的投资毫无兴趣。"[3]星期三,奥古斯塔斯将他的兄弟和几位同僚召集起来在奥拓·海因兹公司办公室里开了一个会,会议在当日很晚的时候才结束。[4]

10月17日星期四13:00,接下来的一块多米诺骨牌倒下了。由于奥拓·海因兹公司无法履行其财务义务,交易所宣布了官方的决定,暂停奥拓·海因兹公司的交易业务。直到星期三下午,奥拓·海因兹公司还没有做出保证将偿付债务,尤其是,没有保证清偿对格罗斯—克里伯格公司的债务。[5] 海因兹提议偿付格罗斯—克里伯格公司100 000美元,相当于总债务额的1/3,但是,这样的提议来得太晚了。[6] 对于其他债权人,海因兹试探性地提议10%的现金结算,余下的开具3个月、6个月和9个月票据。然而,当格罗斯—克里伯格公司宣布暂停业务时,所有的清算设想都将停止,而且已经有几名经纪人卖掉了海因兹委托的股票。[7] 这些消息公开后,海因兹公司的律师发布了以下声明:

奥拓·C.海因兹公司认为,公司完全具有清偿能力,而且愿意全面履行所有公正、合法的责任。然而,在关于事件的合理裁决尚未做出之前,公司拒绝对被视为不合法、不公正的要求承担责任。与其顺从不公正的要求,不如向证券交易所提出暂停交易业务。[8]

听到最后措施是暂停业务的消息后,经纪人们在海因兹公司办公室门前排

[1] *Chicago Daily Tribune*, October 17, 1907, p. 2.
[2] *Wall Street Journal*, October 18, 1907, p. 7.
[3] *New York Times*, October 17, 1907, p. 1.
[4] *New York Times*, October 17, 1907, p. 1.
[5] *Washington Post*, October 18, 1907, p. 4.
[6] *Washington Post*, October 18, 1907, p. 11.
[7] *Wall Street Journal*, October 19, 1907, p. 2.
[8] *Washington Post*, October 18, 1907, p. 4.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

起了长队，非常不耐烦地等待他们开出支票。“有些经纪人，”《华尔街日报》报道说，“在等待了几个小时后，拿着账户证明书，通过窗户挤进海因兹办公室；其他一些经纪人用脚踢海因兹公司办公室的门，寻求关注，但是，无人理会。”[1]同日，海因兹公司宣布，海因兹三兄弟中最年轻的弟弟阿瑟·P.海因兹已经从公司离职，原因是他引发的个人负债接近 100 万美元。[2] 尽管在联合铜业公司股价疯狂攀升之前的几日里，阿瑟·P.海因兹就已经去了法国，但是，据报道称，他用电传发送了购买股票的指令。[3]

第三张倒下的多米诺骨牌是远离华尔街的。就在证券交易所的管理者们关闭奥托·海因兹公司的当日，蒙大拿巴特的州储蓄银行宣布破产。[4] 这一事件几乎没有引起人们的注意，但是，奥古斯塔斯·海因兹是这家小型储蓄金融机构的拥有者，而且它是纽约商人国民银行的关联银行。这家银行拥有6 000个储户，是蒙大拿州最大的储蓄银行，银行资金存储在纽约商人国民银行，并向海因兹利益集团发放了高达 100 万美元的贷款。该银行的一部分贷款以联合铜业公司股票作为抵押物。[5] 该银行的绝大多数储户是工薪阶层，按照银行管理人员的说法，银行的关闭是担心大规模的挤兑。奥古斯塔斯·海因兹于 1905 年收购了这家银行。银行于 10 月 17 日星期四发布的公告称：

由于无法证实的不稳定环境和谣言可能诱发储户反常的提款需求，加之货币短缺，且无力保证突然增加的现金需求得到满足，出于所有储户利益的考虑，管理层建议现在停止业务。银行已经破产。[6]

显然，失败的联合铜业公司股票的逼仓、格罗斯—克里伯格公司和奥拓·海因兹公司的停业，以及巴特的州储蓄银行破产，这一切都与奥古斯塔斯·海因兹有关联，成为商人国民银行董事们的难负之重。“人们普遍认为，由于总裁海因兹与倒闭的经纪人公司存在着紧密的关系，”《纽约时报》报道说，“对于商人国民银行来说，情况极其不爽。”[7]在星期三召开的持续到午夜之后的银行董事会会议之后，10 月 17 日星期四上午 11:00 商人国民银行控股各方集体宣布撤销

[1] *Wall Street Journal*, October 19, 1907, p. 2.
[2] *Washington Post*, October 18, 1907, p. 11.
[3] *Washington Post*, October 18, 1907, p. 4.
[4] *New York Times*, October 18, 1907, p. 1.
[5] *New York Times*, October 18, 1907, p. 4; see note 13.
[6] *Washington Post*, October 18, 1907, p. 11.
[7] *New York Times*, October 18, 1907, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

奥古斯塔斯·海因兹的银行总裁职务。[1] 为了进一步减轻社会对银行管理层的关注程度，由美国财政部货币监理署的威廉姆·里奇利(William Ridgely)任商人国民银行总裁。[2] 星期四下午，奥古斯塔斯做出了他“自愿”辞职的如下声明：

考虑我兄弟的公司资金存在的困难，恰当的决定是，我应该有一些自由的时间去帮助他们处理相关事务。出于这样的目的，在咨询了银行董事同僚、我个人的朋友以及我个人的利益相关者之后，作为银行的大股东，即日起辞去银行总裁职务，保留董事职务。作为董事，我与其他董事一起邀请里奇利先生接受因我的辞职而空出的总裁职位。[3]

继续支持铜王的海因兹的朋友们说，“他不会佯装具有银行业务知识，”而且，他“与其学习如何做商人国民银行总裁，不如去指导其如何运作。”[4]根据4月份的银行季报，银行的总储蓄为19 884 000美元。到10月12日星期六，也就是失败的联合铜业公司股票逼仓发生之前，银行储蓄下降了42%，仅为11 569 000美元。[5] 在接下来的几天里，情况越来越糟糕，而且，全国金融机构之间相互关联的特点只能使得传染病扩散。

---

[1] *New York Times*, October 17, 1907, p. 1.
[2] *New York Times*, October 17, 1907, p. 1.
[3] *New York Times*, October 18, 1907, p. 1.
[4] *New York Times*, October 17, 1907, p. 1.
[5] *New York Times*, October 18, 1907, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 8 章　清算所

……星期六和星期日清算所的行动实际上已经消除了银行业面临的各种危险因素。

——《华尔街日报》,1907 年 10 月 22 日

与绝大多数欧洲国家不同,美国不存在一个中央银行来管理全国的货币供给。从安德鲁·杰克森(Andrew Jackson)总统于 1837 年取消美国银行注册制以来,普遍的政治情绪反映了社会对银行机构的经济和政治势力的不信任,以及寻求推动金融体系向着小规模、分散的银行构成的金融体系的变革。1907 年,实际运作的银行存在三种类型:国民银行,这类银行被授权可以接受联邦储蓄以及发行政府许可的货币;州银行,这类银行需要按照州法规注册设立,受州法规规管;以及私人银行,这类银行范围广泛,从国际交易公司,比如 J.P.摩根公司和劳埃—库恩公司,到超出杂货店和酒吧经营范围的外国银行家,无所不包。

在美国,州注册银行普遍急速增长。到 1890 年,州银行的储蓄额占全部商业银行储蓄额的 57%。[1] 到 19 世纪末,储蓄银行的储蓄额平均为全部银行储蓄额的 1/3。信托公司作为服务富人的储蓄银行的一种类型,进行长期资产投

[1] Rockoff (2000), p. 652.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资,并且比商业银行或储蓄银行提供更高的利率。1906 年美国大约有1 000家信托公司。[1] 私人银行,尤其是移民开办的银行,为其客户提供广泛的服务,除了储蓄、贷款、信用以及货币兑换等金融服务之外,移民银行家们还向海外转移货币、售卖轮船票和火车票、为没有文化的或不会讲英语的客户读写信件以及帮助人们寻找工作。

作为增加收益的方式,许多银行通常将一定百分比的准备金存入其他金融机构。然而,按照监管条例,农村市银行必须将 15%的储蓄作为准备金;其中,40%的准备金必须以现金形式持有,但是,余额可以存入"中心储备城市银行",在那里准备金可以带来利息。这些中心储备城市银行必须保有 25%的储蓄作为准备金且准备金的一半必须以现金形式保有,相应地,这些银行将它们的非现金储备储蓄到主要货币中心的银行,比如纽约的银行。可是,在纽约和其他金融中心城市,许多银行都深度介入证券市场,尤其是介入铁路公司股票的承销。因此,证券价格的不稳定性将潜在地引起储户的焦虑不安。如果焦虑激发了"银行挤兑",那么突发的系统性紧缩就会出现。内陆银行如此紧密地与全国货币中心的金融机构和证券市场联系在一起,导致它们(乃至整个系统)面对危机的脆弱性。

自 19 世纪 90 年代成千上万家银行倒闭的大萧条以来,美国便开始加强银行业的稳定性,但是,金融系统一直具有波动性。1903 年,出现了 52 家银行倒闭或停业,数字还在继续增加,1904 年有 125 家银行倒闭,绝大多数是州银行或私人银行。1905 年有 80 家银行停业,1906 年有 53 家银行倒闭,同样的,绝大多数是州银行(34 家州银行,13 家私人银行,6 家国家银行)。[2] 当银行倒闭时,银行的储户就不再幸运了,那时还没有州和联邦保险制度。尽管在金融压力出现的时期尚无中央银行向金融系统提供流动性,但是,美国财政部运用其下属财政部门所形成的网络常常在不同地区之间调配黄金和货币,并通过将资金储蓄到银行的方式,向债务人进行再贷款。在有些情况下,作为向金融系统注入流动性的一种替代方式,财政部将提前支付政府债券的本金和利息。

---

[1] Rockoff (2000), p. 652, pp.676—677.基于统计资料,1909 年美国拥有1 504家信托公司。

[2] 美国调查局(1949),登记序列号为 N135－140,银行停业——停业数量:1864～1945,第 273 页。在 1892～1897 年,有 964 家银行停业。1907 年,有 90 家银行停业,其中包括 58 家州银行,12 家国民银行和 20 家私人银行(绝大多数银行停业发生在纽约人信托公司倒闭后的秋季)。1908 年,据记录,有 153 家银行停业,其中包括 83 家州银行、51 家私人银行和 19 家国家银行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到20世纪早期,这种金融系统的缺陷已经很明显了。第一,当时许多批评人士责备美国货币体系"无弹性",也就是说,流通中的货币数量不容易调节从而应对经济周期变化,比如农产品丰收或者经济冲击需要调节货币数量。第二,没有一个单一的货币管理机构来管理货币环境以及金融系统的整体稳定性,而金融系统的整体稳定性则是增进合规借贷的基础性条件。第三,银行见票付款(所谓"清算")的机制没有真正建立起来。银行清算仅仅通过在特定城市里的银行间自愿成立的协会,即所谓"清算所"来实现。

在纽约市和其他主要的金融中心,许多传统的银行建立协会,通过这个协会,联盟成员银行对其他联盟成员银行提交的支票付款或"清算"。协会,或者叫"清算所",常常是由一家重要的成员银行来管理的。一旦发生金融紧急情况,这家银行便承担着最后贷款人的角色。事实上,清算所实质上归集了个体银行无力兑付支票的风险。一旦发生上述情况,清算所将发行"清算所权证",这是由清算所所有成员银行背书的一种货币。清算所的组织架构和业务运作没有统一标准,同时,在有些地区,根本就没有清算所。

那些最接近金融系统的人们最清楚地看到了这些困难以及随之而来的风险。1906年1月4日,基于不同寻常的洞察力,库恩—劳埃博公司(J.P.摩根公司的主要对手)的高级合伙人雅科布·谢夫(Jacob Schiff)在纽约商会的演说中明确表达了他的看法:"在过去的60天里,压倒一切的货币市场环境让这个国家丢尽了脸面,如果我们的货币体系不改革,像儿童游戏一样,过去发生的恐慌迟早还会发生。"[1]

在这种金融体系背景下,对于商人国民银行清偿能力的焦虑使储户和投资者难以心安,激发了银行挤兑。别无所依,奥古斯塔斯只有寻求纽约清算所(New York Clearing House, NYCH)的帮助。纽约清算所(NYCH)是纽约市的银行之间的协会,商人国民银行是该协会的会员银行。清算所于1907年10月17日星期四召集了会议,讨论了过去几日所发生的事件,特别讨论了与联合铜业公司股票逼仓相关联的商人国民银行的事务。纽约清算所宣布,如果财务状况是稳健的,将支持商人国民银行并在未来的几天里解决困难。于是,清算所的委员们直接进驻位于西部联合大楼(Western Union Building)的商人国民银行,

---

[1] *Commercial and Financial Chronicle*, January 4, 1907, p. 6.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

评估银行的财务状况。直到深夜,委员们给出了详细的评估结果,此时,商人国民银行的全部员工都在现场。[1] 正如银行家中的一名代表所表示的那样,“我们迅速完成了评估任务”。[2] 在午夜时,纽约清算所委员会报告说,商人国民银行的资本状况是完好的,银行在星期五上午就可以开门营业。[3] 在纽约清算所的公报中说:“……银行拥有完好的清偿能力,能够应对所有债务。300万美元的资本是完好无损的,而且还有大量的盈余。”[4]当然,这样的结果就是要告诉人们,挤兑会停止。

银行协会的最终决定是支持商人国民银行,然而,该决定的做出不是没有争议的。9家成员银行同意每家银行向纽约清算所提供200 000美元来满足商人国民银行的债务义务。但是,作为支持的条件,纽约清算所要求商人国民银行的董事会成员集体辞职。这样的举措目的在于安抚储户,并且让新任银行总裁能够自由地重构银行管理体系。虽然里奇利中午已经访问了商人国民银行,但总裁职位仍然空缺。[5] “清算所委员会将后续的担心最小化,”《芝加哥每日论坛》报道说,“宣布银行的情况总体上是令人满意的,但是,仍有一些条件,例如,必须让其他银行进入董事会。这在当地银行业经营环境中并非令人吃惊。”[6]纽约清算所的一名代表安慰性地说:“现在,情况已经得到控制,不会再出现糟糕的情况变化。”[7]

尽管纽约清算所采取了行动并做出保证,但是,商人国民银行面对的挤兑紧张局面仍未减弱,并且其他银行难以预见的挤兑恐慌有增无减。10月19日星期六,商人国民银行向纽约清算所交代了账户中的另一项巨大债务。该项债务高达113.7万美元,意味着储户的取款额将远远超过银行准备金。商人国民银行还报告了现金账户仅余1 745 000美元,仅为其储蓄额的15.4%,远远低于银行法和纽约清算所规则所规定的25%。更加令人吃惊的是,商人国民银行前三日在纽约清算所的总负债已经达到240万美元,达到总储蓄额的20%。按照这样的速度,据估计,10天后银行的负债将吞噬所有银行储蓄。与商人国民银行相关联的其他银行表现出更糟糕的储备状况,准备金率在4%~5%之间。值得

---

[1] *New York Times*, October 18, 1907, p. 1.
[2] *Wall Street Journal*, October 19, 1907, p. 1.
[3] *New York Times*, October 18, 1907, p. 1.
[4] *New York Times*, October 18, 1907, p. 1.
[5] *New York Times*, October 19, 1907, p. 1.
[6] *Chicago Daily Tribune*, October 19, 1907, p. 4.
[7] *Chicago Daily Tribune*, October 19, 1907, p. 4.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

注意的是,几家大银行与商人国民银行没有利益关联,他们的准备金呈现出明显增加,处于29%~40%之间,表明储户正在将他们的账户向更加稳健的金融机构转移。[1]

10月19日星期六交易日开始的时候,纽约清算所再一次开会讨论银行形势和商人国民银行的紧急情况。尽管没有承诺保证未来的债务平衡问题,纽约清算所还是再次决定弥补商人国民银行无法偿付的债务。坦率地说,纽约清算所会员银行并不想向商人国民银行提供支持。可是,当这一天慢慢到来时,商人国民银行给出的只有越来越糟糕的消息。首先,过去提供清算服务的几家银行告知商人国民银行的经理们,他们不再向其提供清算服务。[2] 其次,在当日下午的早些时候,货币监理署威廉姆·里奇利宣布,他已经拒绝了商人国民银行总裁职务。最后,纽约清算所得知,海因兹兄弟从商人国民银行贷出的、未透漏的款项总额非常大。[3]

与此同时,奥古斯塔斯·海因兹从位于奥拓·海因兹公司和联合铜业公司所在街道对面的沃尔多夫酒店的住所发表声明,继续公开捍卫他的处境。他一再否定清算所是在帮助他的银行,并谴责清算所会员银行试图从他的困境中获利。他坚称他要继续掌控商人国民银行。

我并没有卖出我的股份,而且我仍然掌控商人国民银行。所有的悲惨局面都是清算所的行动导致的结果。没有出现声明中所说的银行完全具有清偿能力的结果,他们过度强调了盈余的损失,从而发动了银行挤兑,就是希望把储蓄吸引到他们的金融机构中去。[4]

然而,此时纽约清算所开始将注意力转向了其他银行机构。在接下来的两天里,明显看到,糟糕的情况已经不仅限于商人国民银行。储户已经开始从与海因兹联盟有密切关系的那个人拥有的银行中取走资金,这个人就是查尔斯·W.摩尔斯。

星期六,纽约清算所安排对摩尔斯控制的两家银行进行了检查:其中一家是北美国民银行,另一家是新阿姆斯特丹国民银行。检查结果是,北美国民银行的贷款额为15 011 600美元,储蓄额为13 063 200美元。银行董事包括一些著名人

[1] *New York Times*8, October 20, 1907, p. 1.
[2] *New York Times*, October 20, 1907, p. 1.
[3] *New York Times*, October 20, 1907, p. 1.
[4] *Chicago Daily Tribune*, October 19, 1907, p. 4.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

物,比如美国制糖公司(American Sugar Refining Company)老板威廉姆·T.哈夫迈耶(William T.Havemeyer)、美国钢铁公司老板查尔斯·M.施瓦布(Charles M. Schwab)以及查尔斯·W.摩尔斯和查尔斯·T.巴尔内。新阿姆斯特丹国民银行拥有存款4 447 400美元,贷出款项4 495 600美元,这家银行被视为纽约郊区最重要的银行之一。纽约清算所委员会进行了整整一天的检查,工作到深夜。[1]

星期日,纽约清算所做出了迄今为止最严厉的决定。清算所指令奥古斯塔斯·海因兹和查尔斯·W.摩尔斯立即解除与纽约所有银行利益集团的关系。这个决定既迅速又彻底。摩尔斯辞去了北美国民银行副总裁和董事的职务,并辞去了新阿姆斯特丹国民银行、葛菲尔德国民银行(Garfield National Bank)、第14大街银行(The Fourteenth Bank)、纽约生产与交换银行(New York Produce Exchange Bank)以及位于他的家乡缅因州巴斯的两家金融机构的所有职务。[2]已经辞去商人国民银行总裁职务的海因兹,同样也辞去了至少8家银行和两家信托公司的所有职务。清算所委员会还坚持,奥古斯塔斯·海因兹和查尔斯·W.摩尔斯必须向相关银行偿还他们的贷款,同时加强纽约清算所对不满足条件的银行和银行家的"连锁银行业务"进行规管。在此基础上,纽约清算所声明,一旦弄清楚确实具有清偿能力,纽约清算所愿意对被市场怀疑的任何一家银行施以援手[3]。然而,据报道,商人国民银行将慢慢进入清算程序。[4]

10月21日星期一,几家海因兹和摩尔斯银行的负债表呈现在了纽约清算所。该日上午,海因兹的商人国民银行与商人和交易者银行的负债分别为1 903 000美元和430 000美元;摩尔斯的北美国民银行和新阿姆斯特丹国民银行的负债分别为850 000美元和200 000美元。加在一起,自商人国民银行陷入困境以来,纽约清算所需要拿出250万美元用于救助,而不断发生的亏损已经被银行储蓄或银行发放的贷款所掩盖。[5]举例来说,北美国民银行当天就需要140万美元的现金来满足储户的提款需求。按照一份报告所说:"大堆大堆的黄金码在柜台上,进入银行的储户一眼就能看到。"这家银行用自己的准备金并收回175万美元贷款在纽约清算所中偿还债务。[6]

---

[1] *New York Times*, October 20, 1907, p. 1.
[2] *New York Times*, October 20, 1907, p. 1.
[3] *New York Times*, October 20, 1907, p. 1.
[4] *Washington Post*, October 21, 1907, p. 1.
[5] *Wall Street Journal*, October 22, 1907, p. 1; and *Washington Post*, October 22, 1907, p. 3.
[6] *Washington Post*, October 22, 1907, p. 3.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当然,海因兹个人的麻烦事仅仅是个开始。向他兄弟的经纪人公司的索赔额估计高达 200 万美元。[1] 而且,格罗斯—克里伯格公司和华尔街的其他公司的律师们已经准备起诉,要求裁定奥拓·海因兹公司非自愿破产。星期一中午,海因兹公司召集了债权人会议并发布声明如下:

我们遗憾地说,我们发现我们的事情远远超出我们最初的估计,我们尽了最大的努力,但是,我们无力解决问题。在今天的会议上,我们报告了这些情况。因此,我们有义务请你在此后一周的某日同我们会面,请你当及时关注事情的进展。[2]

针对奥拓·海因兹公司的诉讼宣称,海因兹公司优先支付给商人国民银行 200 万美元,用来掩盖阿瑟·P.海因兹和 F·奥古斯塔斯·海因兹的个人债务。诉状还寻求限制公司进一步处置财产的禁令。[3]

纽约清算所在前几日的迅速干预,看似消除了银行业全面恐慌的可能性。10 月 21 日星期一上午《华尔街日报》的报道有了乐观的声音,《华尔街日报》报道说:"星期六和星期日清算所的行动事实上已经消除了银行业面临的各种危险因素。"[4]纽约清算所的干预措施和对海因兹与摩尔斯所采取的断然措施应该足以恢复公众信心。现在看来,在取得对合并铜业公司和标准石油公司斗争胜利不到一年的时间里,奥古斯塔斯·海因兹就被毁掉了,而且,他本人和查尔斯·W.摩尔斯都已经被排挤出金融系统。

海因兹和摩尔斯都是激进的投机者,他们个人颠覆性的经历激起场外市场交易者无限的话题。但是,无论如何,投资者和储户都懂得海因兹、摩尔斯以及关乎全国金融资本的银行业存在紧密的关系。他们个人的失败已经给两家经纪人公司带来了灭顶之灾,至少严重影响了三家国民银行,而这一切仅仅发生在一周时间里!可是,10 月 21 日星期一,公众也了解到,受人尊重的纽约人信托公司总裁查尔斯·T.巴尔内与奥古斯塔斯·海因兹和查尔斯·W.摩尔斯是一伙的,而且他涉及了他们的计划。如果纽约人信托公司倒闭了,那么,这家公司的倒闭将向公众提供一个信号,即更加严重的病灶威胁着金融系统。在这一天即将过去的时候,普遍的害怕和不确定心理像野火般蔓延开来。

---

[1] *New York Times*, October 19, 1907, p. 1.
[2] *New York Times*, October 22, 1907, p. 2.
[3] *New York Times*, October 22, 1907, p. 2.
[4] *Wall Street Journal*, October 22, 1907, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第9章 纽约人信托公司

直言不讳,依据资产负债表,纽约人信托公司仍是欣欣向荣的。

——赫尔伯特·L.萨特利(Herbert L.Satterlee),

J.P.摩根的女婿兼传记作者[1]

纽约人信托公司曾经位于第五大道和第三十四街的西北角。第五大道和第三十四街为纽约城市中央商务区和纽约城郊大片居民区划了分界线。[2][3]在纽约人信托公司的对角上伫立着沃尔道夫—阿斯陀利亚的红砂石宫殿般的建筑,这是一家纽约最时尚的大酒店,因此,纽约人信托公司处于纽约城市的社会、商业和政治中心的影响之中。正因如此,纽约人信托公司的设计师希望自己的建筑能够与周围的环境相互匹配。墙面覆盖的是佛蒙特州的大理石,大厦正面

[1] Satterlee (1939), p. 455. 重印得到斯克瑞伯纳的许可,版权归属西蒙—舒斯特成人出版集团,摘自 *J. Pierpont Morgan: An Intimate Portrait* by Herbert L. Satterlee.,1939 年,版权归属赫尔伯特·L. 萨特利;1967 年版权归属马贝尔·萨特利。版权所有,非经授权,不得使用。

[2] 关于纽约人信托公司的描述以及关于纽约人信托公司遭到挤兑的细节和后续的停业情况最初呈现在下列期刊当时的各种记载之中。这些期刊包括《银行家杂志》《芝加哥每日论坛报》《商业和金融纪事》《独立报》《纽约时报》《华尔街日报》《华盛顿邮报》。关于 1907 年危机的早期阶段 J.P.摩根的干预,在几部摩根的传记中均有叙述,尤其是在凯尔诺、萨特利和施特劳斯所写的传记中有较多的叙述。关于银行家行动的最详尽和关键的资料是乔治·W. 博金斯和本杰明·斯特朗的个人回忆录,这是罗伯特·F. 布鲁纳访问摩根图书与博物馆和查阅联邦储备银行纽约分行的档案时得到的。

[3] 这个区位后来成为帝国大厦的所在地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

树立4根17吨重的科林斯圆柱，按照当时的评论家的说法，纽约人信托公司表现出了“希腊式建筑之美，而每一个部分又都是按照现代建筑结构要求的最完美的再造，从而满足公司和为客户服务的需要。整个建筑结构不得不说是那个城市区位建筑风格的又一杰作”。[1]

纽约人信托公司委托的建筑公司麦克金米德和怀特公司(Mckim, Mead & White)冷静设计了如此典雅和富有功能的四层建筑，目的在于传达纽约人信托公司的实力和冷静。在大门内侧，白色的挪威大理石与古铜色的精致的木质内饰形成了鲜明的对比。大厦中央银行业务办公区有三层楼高，共有8间相邻的办公室为开展银行业务而设。位于第三十四街的另一个入口可以直达大厦的2层、3层和4层，每一层都有5 000平方英尺，每层有4间办公室。在大厦的地下室，有大型保险库，其中存放着2 000只保险柜，保险库的外层大门重量接近9吨——仅铰链就重达3 700磅！另外，大厦里还有6 000平方英尺的员工餐厅，这里雇用了全职的厨师，为员工提供餐饮。[2]

纽约人信托公司大厦抓住了20世纪早期银行建筑的流行气质，一份当时的产业期刊《银行家》(*Banker*)这样描述道：

公众期望银行或信托公司拥有设施良好的驻地，以致良好设施的花费要比广告带来的回报更加重要。大堂应当尽可能为顾客带来各种便利，包括提供上等墨水、干净的笔和便笺、舒服的座椅等。大公司常常还为客户提供单独的阅览和休息室，室内配有新出版的报纸和杂志、写字台和其他便利设施。另外，小会议室还提供给那些希望面谈或安排具体商务的客户使用。在多数银行或信托公司，向女性顾客提供特别处所，并配备有大量的便利设施，这些特别处所由保姆负责看管，以保证客户舒适。[3]

作为一家信托公司，纽约人信托公司代表了金融中介机构的一种相对较新型的形式。信托公司最早建立于19世纪晚期，经营管理的是私人房地产和公司的各种金融事务，后来，信托公司的业务活动范围慢慢有别于传统银行所提供的服务。正如历史学家文森特·卡罗索所说：

肇始于19世纪90年代，信托公司承担了商业银行和私人银行的主要功能。

[1] *Wall Street Journal*, November 2, 1903, p. 4.
[2] *Wall Street Journal*, November 2, 1903, p. 4. and *Bankers' Magazine*, November 1903, p. 719.
[3] *Bankers' Magazine*, August 1907, p. 207.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

它们接受存款;发放贷款;广泛参与铁路公司的重组和产业公司的联合;充当担保人、承销人和新证券的发行人;以及托管股票、债券和各类票据。公司通常指定它们主管注册事务或者作为财务和转款代理人。通常,它们还自己拥有和管理不动产。[1]

尽管它们的功能与国民银行和州银行相类似,但是,信托公司受监管的程度较弱。例如,它们被允许持有不同类型的资产。与国民银行不同,信托公司可以直接拥有股权。另外,在1906年之前,信托公司在大型金融机构中非常特别,不被要求按照储蓄比例持有准备金。在1906年,纽约州才开始要求信托公司保有15%的储蓄作为准备金,而且,仅仅要求1/3的准备金必须以现金的形式持有。这意味着,相对于银行来说,信托公司可以获得更高的资产收益,因此,它们可以向客户支付更高的利息率。相应地,由于较高的利息率吸引了储蓄,所以,信托公司发展很快。1906年,纽约全部信托公司的资产接近全部国民银行的资产,超过了全部州银行的资产。按照经济学家摩恩(Moen)和塔尔曼(Tallman)的说法:"1907年,也就是10年之后,这家信托公司在纽约州的资产增长了244%(从3.967亿美元增长到13.64亿美元),相比之下,国民银行资产增长率为97%(从9.152亿美元增长到18亿美元);纽约的州银行资产增长率为82%(从2.97亿美元增长到5.41亿美元)。"[2]

由于没有监管,加之某种程度的投机性质,信托公司不享有清算所体系的直接保护,清算所是被大型的、既已建立起来的银行机构控制的,而它们对这种金融创新的形式存在不满。然而,信托公司为了嵌入宏大的金融系统,在大型金融市场上的某些信托公司通常建立同个别清算所成员银行之间的关系,于是,那些清算所成员银行同意为某些受欢迎的信托公司承担清算服务,因此,信托公司就间接地进入了清算所保护体系。[3] 基于规模和地位,某种程度上纽约人信托公司享有清算所系统赋予的特权。作为一家纽约领袖级银行,国民商业银行(National Bank of Commerce)为纽约人信托公司清算支票账户,而且是后者唯一的代理机构。

---

[1] Carosso (1970), pp. 98—99.
[2] Moen and Tallman (1992), pp. 612—614.
[3] 显然,许多信托公司仍然不在保护体系之中,这是因为,清算所协会常常强制性要求通过成员银行清算的信托公司必须满足现金储备金条件。参见 Moen and Tallman (1992), pp. 620—621。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到了 1907 年,纽约人信托公司已经发展成为全国规模最大、最成功的信托公司。最早,这家公司是由弗里德·艾德里奇(Fred Eldridge)于 1884 年建立的,他恰巧又是 J.皮尔庞特·摩根的老朋友和同班同学。[1] 近年来,纽约人信托公司的储蓄增长率接近 40%,与此不无关系。1907 年,纽约人信托公司报告显示,储蓄额接近6 500万美元,成为纽约排名第三的信托公司,拥有接近18 000名储户。公司主要业务是信托公司的传统业务,业务范围包括执行人、管理者、保管人、托管人、注册、资金转账,以及作为州、城市、铁路、公司、信托公司和不动产公司的金融代理。但是,像其他信托公司一样,该公司还从事有息活期存款业务以及支票业务。

纽约人信托公司的新大厦位于第五大道,建成于 1906 年,恰恰反映了其如日中天的地位。此外,公司在靠近华尔街的商业街拥有一间大办公室,还在布朗克斯区和黑人区拥有两个拓展的分支机构——那时,分支机构是信托公司的创新。[2] 加之,纽约人信托公司总裁头上的光环,总裁查尔斯·T.巴尔内是纽约金融和社会上流圈中的著名人物。不只是与同样著名的 J.P.摩根和其他国民银行的头面人物关系很近,而且巴尔内本人也非常著名且颇受尊敬。由于他的社会关系(他是金融家威廉姆·C.怀特尼的女婿)和他的社会名流的身份,巴尔内能够将铁路、银行和经纪人公司吸引到纽约人信托公司开立大账户。在他领导公司的 10 年间,纽约人信托公司的储蓄额翻了 6 倍,盈余额翻了 5 倍,并且实现了 10 倍的红利。J.P.摩根的女婿和传记作者赫尔伯特·萨特利写道:"直言不讳,依据资产负债表,纽约人信托公司是欣欣向荣的。"[3]

因此,当前一周发生在华尔街的事件未于 1907 年 10 月中旬被披露时,没有人怀疑高贵的纽约人信托公司会陷入困境。公司的规模、强大的储蓄实力、总裁的社会地位以及位于商业中心的新大楼,都给外界以可靠和富有保障的外在形象。当然,有些人在有关事件披露后的几天里发现了一些线索,这只是"后见之明"。"巴尔内先生(在纽约人信托公司)构造了一个很棒的董事会,"萨特利评价

---

[1] Satterlee (1939), pp. 464—465.重印得到斯克瑞伯纳德许可,版权归属西蒙—舒斯特成人出版集团,摘自 *J. Pierpont Morgan: An Intimate Portrait* by Herbert L. Satterlee. 1939 年,版权归属赫尔伯特·L. 萨特利;1967 年版权归属马贝尔·萨特利。版权所有,非经授权,不得使用。

[2] Satterlee (1939), p. 455; and *Bankers' Magazine*, November 1903, p.719.

[3] Satterlee (1939), p. 455. 重印得到斯克瑞伯纳的许可,版权归属西蒙—舒斯特成人出版集团,摘自 *J. Pierpont Morgan: An Intimate Portrait* by Herbert L. Satterlee.,1939 年,版权归属赫尔伯特·L. 萨特利;1967 年版权归属马贝尔·萨特利。版权所有,非经授权,不得使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

说,"但是,信托公司的商业事务仅在巴尔内先生的掌控中,而他们对信托公司的大多数商业事务并不知晓。在公司的运作过程中,巴尔内很少召开董事会,也不向下属或执行委员会报告业务运行情况。"[1]巴尔内曾经告诉报纸记者,他不愿意"浪费时间回答试图触及公司商业日常活动细节的董事所提出的问题"。[2] 另外,萨特利补充道:"公司绝大部分的储户都是普通民众,他们对于银行业知之甚少,故而,一旦看到银行业面临困难,他们就会担惊受怕。"[3]尽管如此,公众最初对于巴尔内与市场乱象之间的关系仍漠不关心。

10 月 21 日星期一上午,纽约的银行家们仍未能够从奥古斯塔斯·海因兹和查尔斯·W. 摩尔斯一周前诱发的金融动荡中平静下来。而真正的恐慌尚未到来,但是,格罗斯—克里伯格经纪人公司的突然倒闭,以及接下来发生的北美国民银行、新阿姆斯特丹国民银行、商人国民银行的危机着实制造了高度紧张的气氛。无论如何,纽约清算所(NYCH)成员银行的快速干预使许多人相信,问题已经得到控制。当时的经济学家 O.M.W.史布瑞格(O.M.W.Sprague)指出:"一周的危机在性质上没有任何改变,但是,清算所处理得有条不紊。"[4]由于储户从奥古斯塔斯·海因兹和查尔斯·W.摩尔斯控制的金融机构取出资金,又将资金存入纽约的其他银行,缓解了其他国民银行发生大规模挤兑的可能性,因此,所发生的危机明显得到控制。后来,有些学者如卡洛米瑞斯(Calomiris)和高顿(Gorton)发现,"事实上,1907 年金融大恐慌无关于国民银行失败"。[5] 金融系统受到了一次冲击,但是,主要的银行恐慌还没有释放出来。

星期一 13:00,纽约清算所委员会召集了一个会议,与会者再次对偿付商人国民银行、北美国民银行和新阿姆斯特丹国民银行的债务的条件形成一致意见。最初,协会的 53 家会员银行中仅有 9 家会员银行被要求对海因兹—摩尔斯的金融机构提供保护基金支持,现在,基金提供者的数量增加到 25 家会员银行。每一家会员银行答应提供400 000美元,这样使支持救助的基金总额达到了1 000

---

[1] Satterlee (1939), p. 455.重印得到斯克瑞伯纳的许可,版权归属西蒙—舒斯特成人出版集团,摘自 *J. Pierpont Morgan: An Intimate Portrait* by Herbert L. Satterlee., 1939 年,版权归属赫尔伯特·L·萨特利; 1967 年版权归属马贝尔·萨特利。版权所有,非经授权,不得使用。

[2] *New York Times*, November 15, 1907, p. 1.

[3] Satterlee (1939), p. 455. 重印得到斯克瑞伯纳的许可,版权归属西蒙—舒斯特成人出版集团,摘自 *J. Pierpont Morgan: An Intimate Portrait* by Herbert L. Satterlee. 1939 年,版权归属赫尔伯特·L. 萨特利; 1967 年版权归属马贝尔·萨特利。版权所有,非经授权,不得使用。

[4] Sprague (1908), p. 359.

[5] Calomiris and Gorton (1991), p. 156.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

万美元。[1] 同时,取代了查尔斯·摩尔斯的北美国民银行新任总裁威廉·F.哈夫梅耶(William F. Havemeyer)为了平息储户的恐慌,宣布银行董事会已经做出决定,即公司董事偿还130万美元的贷款。“我们正忙着解决债务问题,没有时间空谈,”哈夫梅耶说,“我们正在筹集资金,我们正在这样做。事情一直向着更好的方向变化。”[2]

[1] *New York Times*, October 22, 1907, p. 1.
[2] *New York Times*, October 22, 1907, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第10章 不信任投票

他说，所做的事情是为了拯救其他信托公司，从而避免发生普遍的灾难。

——赫尔伯特·L.萨特利，J.P.摩根的女婿和传记作者[1]

如果说一周前的联合铜业公司股票逼仓失败以及几家国民银行出现困境只是早期的动荡，那么，10月21日星期一上午的情况就是金融火山的喷发。双重冲击迅速地接连发生。纽约人信托公司董事会成员会议结束后，公众便知晓了查尔斯·T.巴尔内被要求正式提出辞职。接着，作为清算所代理银行的国民商业银行宣布，不再代纽约人信托公司进行清算。

按照当时的记录，国民商业银行的行动"来得出乎预料"[2]，《华尔街日报》报道说。此前，国民商业银行作为清算所代理银行代为纽约人信托公司处理清算业务，国民商业银行代表纽约人信托公司向清算所委员会申请贷款，而这个申请被拒绝了。[3] 因此，国民商业银行以不同寻常的方式宣布了它的决定。特别是，清算所代理银行会将一张告知卡片送达清算所，这样，消息就会通过清算所传达给所有其他成员银行。在本案中，国民商业银行直接通过发言人将告知书

[1] Satterlee (1939), pp. 464—465.
[2] *New York Times*, October 22, 1907, p. 1.
[3] *Wall Street Journal*, October 23, 1907, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

传达给了每一家银行。根据告知书,国民商业银行将继续代为清算 24 小时。[1] 针对这个消息,纽约人信托公司的管理者发布了一份声明,声明中说:"遵从其他信托公司的做法,纽约人信托公司今天不办理业务。"[2]

尽管巴尔内与前一周发生的事件之间的关联尚不为人所知,但是,纽约人信托公司董事会发布的另一份声明表明了事件对公司的影响:

"鉴于巴尔内先生广泛的业余爱好,鉴于近来特定情况下他在董事会受到的质疑,尤其是因为他本人同摩尔斯先生和摩尔斯先生的一些公司之间的关系,他决定,虽然他没有辜负纽约人信托公司,但是,为了公司利益最大化,他辞去总裁职务。[3]"

除了辞去纽约人信托公司的总裁和董事会主席职务以外,巴尔内还向作为纽约人信托公司清算代理人的国民商业银行递交了辞呈。在位于第六十六大街的纽约人信托公司总部办公室召开的会议上,另一名董事会成员 A.福斯特·希金斯(A. Foster Higgins)被推选为总裁,立即替代了巴尔内。[4]

尽管事与愿违,但是,巴尔内依然为自己和纽约人信托公司辩护。"由于清算所委员会和国民商业银行采取的行动迫使我离开公司的任何报道都毫无真实性。"[5]鉴于被假想的纽约人信托公司的糟糕情况,巴尔内说:"不能更荒唐了。公司从来没有像现在这样强大。在这个城市里公司位居第二,而且其稳健性堪比任何一家公司。公司的总体清偿能力一点问题都没有。"[6]据报道,纽约人信托公司的账目在两周前刚刚接受州银行检察官的检查,那时,报道说纽约人信托公司的经营是稳健的。[7] 另外,8 月份公司宣布将耗资近 350 万美元在百老汇和交易所的交界处建造一座新的、豪华的 22 层办公大楼。[8] 尽管如此,国民商业银行的声明还是迫使纽约人信托公司不仅解除了巴尔内的职务,而且还要找到紧急所需现金担保人。"当夜,在纽约人信托公司保险柜里存有 800 万美元的现金,"纽约人信托公司的管理者宣称,"如果需要更多的现金,在担保人的担保

[1] *New York Times*, October 22, 1907, p. 1.
[2] *New York Times*, October 22, 1907, p. 1.
[3] *Chicago Daily Tribune*, October 22, 1907, p. 1.
[4] *Chicago Daily Tribune*, October 22, 1907, p. 1.
[5] *Chicago Daily Tribune*, October 22, 1907, p. 1.
[6] *Chicago Daily Tribune*, October 22, 1907, p. 1.
[7] *Chicago Daily Tribune*, October 22, 1907, p. 1.
[8] *New York Times*, October 6, 1907, p. 12.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

下,会立刻拥有现金。"[1]

当然,巴尔内的辞职只是对纽约人信托公司绝望的结果,并非是导致对纽约人信托公司绝望的原因。国民商业银行的公告远非那么重要的原因。按照历史学家让·施特劳斯的说法,国民商业银行常常被称为J.P.摩根的银行。摩根自1875年以来一直是该银行的董事,1904年任该银行副总裁,到这个时候国民商业银行成为全国第二大银行并成为经营最稳健的银行之一。[2] 到了1907年,摩根仍然是该银行的董事并且是执行董事会成员。由于J.P.摩根与国民商业银行有着长期的关系,银行关于纽约人信托公司的公告传达了关于美国金融界最高层的信托公司的严重关切,由此可见,危机比想象的更加严重。

在前一周关于联合铜业公司股票逼仓失败与接下来的商人国民银行和其他银行失败的事件尚未公开的时候,70岁的J.皮尔庞特·摩根参加了弗吉尼亚里士满召开的三年一度的基督教大会。尽管他关注的只是教堂事务,但是,他在纽约的伙伴们还是向他传递着市场环境和银行所承受的焦虑。尽管被多次要求露面,摩根仍拒绝尽快返回纽约,以免他在大会结束之前的离开激起人们怀疑发生了重大的危机。可是,10月17日星期四,摩根的两位最亲近的伙伴——查尔斯·斯提勒(Charles Steele)和乔治·W.博金斯——感到情况已经非常严重,于是,他们派出送信人,直接向皮尔庞特强调事情的严重性。最后,摩根动了怜悯之心并悄悄地坐火车于星期六晚上回到了纽约。10月20日星期天上午,J.P.摩根又舒舒服服地躺在了他位于第三十六大街和麦迪逊大道的"图书馆"里,这里是他倾情收藏的艺术品和价值连城的手稿的宏大的藏馆。在接下来的几天里,这个地方将成为救助任务的司令部。[3]

星期日,摩根已经从里士满回到纽约的消息便传开了,各大报纸的记者在摩根图书馆门前排了起长队。整天都有银行和信托公司的管理者到访。摩根花了大量的时间,试图搞清楚全部情况。他召集了两组人马,一组是由高级银行家构成的,包括他本人、第一国民银行总裁乔治·贝克尔和国民城市银行总裁詹姆士·斯蒂尔曼。另一组人马包括有能力的三名年轻人,分别是摩根的合伙人乔治·博金斯、第一国民银行的副总裁亨利·P.戴维森(Henry P.Davis)和银行家

[1] *Chicago Daily Tribune*, October 22, 1907, p. 1.
[2] Strouse (1999), p. 575 (footnote).
[3] *New York Times*, October 22, 1907, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

信托公司(Banker Trust Company)的董事会秘书詹姆士·斯特朗(Benjamin Strong)。摩根认真评价了显示出情况良好的清算所财务报告,但是,报告显示信托公司的财务状况是有问题的。最后,摩根要求委员会对信托公司评估,从而决定哪些信托公司应当获得支持、哪些信托公司可以允许破产。在这一日,纽约人信托公司的总裁查尔斯·巴尔内也到了图书馆,但是,摩根拒绝见他。

10月21日星期一上午10:00,摩根与查尔斯·斯蒂勒一道驱车来到位于华尔街23号的办公室——所在的大楼被简称为"拐角楼"。在这里,纽约人信托公司董事会委员会告诉他,他们将要求巴尔内辞职。当商业银行不再代为纽约人信托公司清算的消息传播开来的时候,摩根建议当日夜里纽约人信托公司董事召集全体董事会成员开会,审查公司的财务报告,评估公司是否可以继续经营下去。摩根与其他银行家的会议开了星期一的整个下午。星期一,摩根私下告诉他的女婿赫尔伯特·萨特利说,由于他的老朋友弗里德·埃尔德里奇的关系,他对纽约人信托公司很有兴趣,但是,他不能确定是否对这家公司的救助已经为时已晚。[1] 萨特利写道:"他说,所做的事情是拯救其他信托公司,从而避免普遍性灾难。"[2]

当日下午令人不安的问题是,为什么纽约人信托公司受人尊重的总裁查尔斯·T.巴尔内在海因兹兄弟蓄谋联合铜业公司股票逼仓之后被打翻在地?巴尔内并没有直接参与他们的任何计划。然而,在前一周里,查尔斯·W.摩尔斯参与了那些计划,而且他也被纽约清算所委员会调查了,他的两家银行——北美银行和新阿姆斯特丹银行——也因为联合铜业公司股票逼仓失败而受到严重的拖累。"在摩尔斯先生将事情向清算所委员会解释时,"《纽约时报》报道称,"他告诉委员会成员,如果他们将干预到底,他们还应该关注其他地方,这使委员会成员陷入深思。很快,在金融区,纽约人信托公司的事情就浮出水面。"[3]由于纽约人信托公司董事会的声明中说,某种程度上解除巴尔内的职务是因为"他与查尔斯·W.摩尔斯和摩尔斯先生的一些公司有关联",所以,关于纽约人信托公司

---

[1] 摩根不代表纽约人信托公司的利益进行直接干预的原因不为人所知。与摩根有瓜葛的国民银行利益集团的投机被处理,导致信托公司被摧毁,而信托公司代表了金融创新的潜在危险类型。

[2] Satterlee (1939), p. 455. 重印得到斯克瑞伯纳的许可,版权归属西蒙—舒斯特成人出版集团,摘自 *J. Pierpont Morgan: An Intimate Portrait* by Herbert L. Satterlee.,1939年,版权归属赫尔伯特·L.萨特利;1967年版权归属马贝尔·萨特利。版权所有,非经授权,不得使用。

[3] Sprague (1908), p. 359.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

与摩尔斯的商业活动的明显关联的传言在星期一就传播开来了。

按照萨特利的说法，查尔斯·W.摩尔斯"被视为银行圈子里的危险人物"。[1] 尽管如此，受人尊重的查尔斯·T.巴尔内多年来无论在个人方面还是在职业方面都与名声不好的摩尔斯保持关系。例如，巴尔内是摩尔斯几家最大投资实体的董事，包括北美国民银行和新阿姆斯特丹国民银行，他还在美国冰品公司担任董事职务。美国冰品公司有时被称为"冰托拉斯"，因为这家公司几乎绝对垄断了纽约市的冰品商务活动。[2] 巴尔内还是联合汽船线路公司的大股东，这是一家被查尔斯·W.摩尔斯兼并了6家沿海汽船公司而形成的公司，因此，他控制了东部海岸线的所有货运和客运业务。[3] 另外，巴尔内和摩尔斯的关系还直接拓展到纽约人信托公司。到1907年秋季，纽约人信托公司持有了摩尔斯控制下的大量权益资产，包括北美银行、美国冰品公司、美国冰品证券公司(American Ice Securities Company)、巴特里克公司(Butterick Company)以及克里德汽船公司(Clyde Steamship Company)。[4]

摩尔斯本人从没有明确说出为什么他会鼓吹纽约清算所委员会调查查尔斯·T.巴尔内，但是，三周前，摩尔斯拒绝了纽约人信托公司提供的董事会董事的职位，这是不争的事实。在收购了纽约人信托公司大量的股票之后，摩尔斯要求担任董事会主席，但是，为了阻止摩尔斯当选，绝大多数董事以辞职相威胁。不难理解，巴尔内和纽约人信托公司与摩尔斯(或许还有海因兹)的关联是存在的。受此影响，就出现了星期一下午的行动。巴尔内出局了，于是，"摩根的银行"——国民商业银行——也就对纽约人信托公司不管不顾了。

星期一21:00，在摩根的建议下，纽约人信托公司董事被召集起来，在位于第五大道和第四十四大街的时尚而著名的酒店雪莉酒店召开会议。当董事们分别单独与他们的朋友会面讨论信托公司面对的环境时，摩根、博金斯和斯蒂勒到一个私密房间共进晚餐。"会上，情况变得非常明朗，除非立即施以援手，否则，纽约人信托公司的情况将非常糟糕，并一定会导致挤兑，而且将会波及其他信托公司。"博金斯回忆说。[5] 到了23:00，会议尚没有达成任何结果。博金斯叫来

[1] Calomiris and Gorton (1991), p. 156.
[2] *New York Times*, October 22, 1907, p. 1.
[3] *New York Times*, October 22, 1907, p. 1.
[4] *New York Times*, October 23, 1907, p. 2.
[5] Perkins in Crowther (1933), 未公开手稿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了一些著名银行家和信托公司总裁,加入他们的讨论,而此时,摩根因严重的感冒,回到了位于第三十六大街的自己的图书馆。

雪莉酒店的会议持续到次日凌晨1:00,纽约人信托公司董事会决定,公司次日开门营业。如果遭受储户又一波挤兑,只要他们能够从其他金融机构得到追加资金支持,他们将维持纽约人信托公司的正常经营。[1] 纽约人信托公司董事会希望能够有足够的时间让其他银行搞清公司的情况,从而提供救助资金。摩根委派了戴维森和斯特朗检查纽约人信托公司的财务报告,如果他们确认公司的财务是稳健的,那么摩根将拿出资金,实施救助。[2]

---

〔1〕 Perkins in Crowther (1933),未公开手稿。
〔2〕 Strouse (1999), p. 577.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 11 章　一次经典的业务运作

华尔街的观点是，最坏的且最危险的信号就是公众的惊恐。

——《华尔街日报》，1907 年 10 月 23 日

10 月 22 日星期一上午，纽约仲秋时节的气候是温和宜人的。[1] 上午 9:00，已经在位于第五大道和第三十四大街的纽约人信托公司门外聚集了一大群人。这群人总计大约 100 人，绝大多数都是小店主、机械师和职员，他们耐心地等在走廊上，准备取走他们的存款。即使公司比正常的时间晚了一个小时开门营业，但是，一切都是那么有序，没有出现激烈的场景，无人怒目相向，无人指指点点。男人们站成一行，女人们步入银行大门左侧一个被分隔的房间。15 分钟内，排起的队伍就延伸到了门外，一直到台阶，以至于延伸到了街上的行人便道，此时，公司职员和警察让不断扩大的人群形成队列。[2]

大楼内，华丽的青铜色隔栏后面的职员们一边快速计算着利息和带有印鉴的凭证记载的本金，一边快速地付清储户的存款和利息。"成堆的美元，码成千元一堆，堆满了出纳员的柜台，"《华盛顿邮报》报道说，"一堆又一堆的货币被码好，又因被快速取走而减少。职员们不时地从保险柜里抱来钞票，堆在一起像一

〔1〕 Diary of Marion Satterlee, pp. 13, 14.
〔2〕 *Washington Post*, October 23, 1907, p. 2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

捆捆发亮的木块。"[1]在接近中午的时候，更多的人带着背包到来，表明他们准备取走大量的货币。有一名年轻人"两手发抖"，《泰晤士报》(*The Times*)报道说，"裤兜里塞满了1 000美元和 20 美元的钞票"。[2] 与此同时，从商业区银行到来的信差背进一袋又一袋的货币，甚至有一名信差扛来了装满三大木箱子的银币。[3]

在绿色大理石装饰的银行业务大厅里储户们排起来的长队绕成了圈，以致偌大的银行大厅的每一寸空间都被占据。他们密集地拥挤在中央办公桌前，一寸一寸地向前移动，男人们和女人们将他们的空白支票放在前臂上、手袋上或银行存折上就能够开具支票，而无须离开队伍。[4] 当发生挤兑的消息扩散开来，布鲁艾姆四轮马车、汽车和预订的箱体车在纽约人信托公司前面排起了队伍，穿着丝绸的女士们和穿着大礼服、打着领带的男士们排成了队列。"围绕着管理人员办公室里的股票代码器，女士们一次次聚集，读出打印的凭条，大声读出价格和显示出来的利息。这些信息既包括他们持有的股票和债券价值，也包括他们持有的现金。"[5]这时，纽约人信托公司的副总裁告诉储户说，公司会向储户支付直到 15:00 营业时间结束之时。他还补充道："在剩余的营业时间里，他们不可能再清点货币，从其他地方转送来他们的货币不具有可能性了。"[6]多半是因为这个原因，本来长时间等待并具有忍耐性的储户随着时间的推移，一些人表现出不耐烦了。有一个男人对那些排在他前面的人数钱速度太慢提出了强烈抱怨。他说，"每半个小时就等于耗去我 5 美元。我要从清算所拿到这笔钱，每半小时的耽搁都是对我的罚款。"[7]

在位于百老汇 66 号大都会人寿大厦的纽约人信托公司商业区办公室里，情形大体相同。首先，那里的队伍从银行业务大厅延伸到了百老汇大街上，并随着时间推移，队伍排成了巨大的双 S 形。[8] 一大早人群仅有大约 50 人，"储户离开后，很快便有 10 多人进入要求取款，"《泰晤士报》报道说，"而且还需要请求西

[1] *Washington Post*, October 23, 1907, p. 2.
[2] *New York Times*, October 23, 1907, p. 2.
[3] *New York Times*, October 23, 1907, p. 2.
[4] *New York Times*, October 23, 1907, p. 2.
[5] *New York Times*, October 23, 1907, p. 2.
[6] *New York Times*, October 23, 1907, p. 2.
[7] *New York Times*, October 23, 1907, p. 2.
[8] *New York Times*, October 23, 1907, p. 2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

30街警察局派来一些警察维持秩序。"[1]尽管整个过程显然是有序的,但是,《华尔街日报》还是认为,许多人感到潜在的恐惧。

在华尔街的观点是,最坏的且最危险的信号就是公众的惊恐。受到惊吓的储户是纽约近来的局势没有得到控制的宣告,还没有形成令公众满意的保证,而且富有经验的商业领袖们对于上午银行开业时聚集在百老汇66号的人群也是感到无能为力的。[2]

12:35,纽约人信托公司的一名经理约瑟夫·T.布朗(Joseph T. Brown)站在储户队伍的一把椅子上宣读了来自州银行监管者的一份公告,公告说纽约州银行监管部门于9月17日检查了纽约人信托公司,检查结果是纽约人信托公司拥有资产68 884 523美元,拥有债务63 701 531美元。当他宣读完毕后,人群中发出微弱的欢呼,但是,没有一个人离开队伍,偿付仍在继续。[3]《纽约时报》描述了这个情形以及接着发生的事情:

大约就在这个时候,储户和送递情况报告后从清算所回来的信差塞满了每一个门前的大厅。百老汇大街上一个小小的人群势必导致越来越严重的拥挤人群,于是,约翰大街警局派来了6名警察维持秩序。位于街对面的美国运通公司办公室前的人行道上也都挤满了民众。[4]

于是,银行的经理宣布已经没有支付能力了。"或许,明天早上可以满足支票兑付,"布朗无力地补充道。"大声点,"在银行业务室里的那些没有听到的一群人喊叫起来。"公司已经没有清偿能力了,"布朗一边大喊,一边寻求到自己的办公室躲起来。当剩下的储户裹挟着银行信差带着问题奔向其他银行经理时,出纳员已经关闭了窗口。[5] 与此同时,在上城区第五大道的纽约人信托公司的大楼里,接到了来自百老汇66号的电话,被告知停止所有的偿付。纽约人信托公司副总裁威廉姆·杜鲁布尔(William Trumbull)说:"下城区一定有事情发生了。这意味着,即使我们还有资产,但是,我们不可以用它们偿付我们的债务。"在拥挤的人群里有人大喊道:"明天早上会继续偿付吗?"杜鲁布尔说:"我无

---

[1] *New York Times*, October 23, 1907, p. 2.
[2] *Wall Street Journal*, October 23, 1907, p. 1.
[3] *Washington Post*, October 23, 1907, p. 2.; *New York Times*, October 23, 1907, p. 2.
[4] *New York Times*, October 23, 1907, p. 2.
[5] *New York Times*, October 23, 1907, p. 2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可奉告。"[1]

关门后的一个小时里，大多数等待的储户仍保持着队形待在那里，同时，其他一些人在上锁的门前吵闹着，试图得到关于形势的更多的消息。"到那时，人群已经安静了下来，事实上，某种程度上出现了困意，"《纽约时报》报道称，"从门道里传出来的话未被充分理解，当银行业务办公室向那些等在大厅里的人关闭了的时候，他们还是聚集在一起，形成了激动的人群，彼此询问这意味着什么。"[2]他们中的许多人坚守着、等待着，直至银行业务结束的时间到来。[3]"他们无所事事地站在那里，眼睛瞪着已经拉下挡板的每一扇窗户，"萨特利评论道，"警察被招来，对每一条大街清场。"[4]

10 月 22 日星期二的两个半小时里，在位于第五大道的营业部以及位于哈勒姆黑人区和布鲁克斯区的两家较小的分支机构里，纽约人信托公司已经归还储户超过 800 万美元。[5] 大约到了中午，纽约人信托公司的新总裁 A.福斯特·希吉斯进入位于三十四大街的办公大楼，在银行经理的办公室里他举行了一系列征询意见会议。[6] 除非昨日雪莉酒店里金融家们的保证兑现，否则，纽约人信托公司经理们说，需要的时候，则无钱可得。[7] 在支付储户的总额中，400 万美元为直接的现金支付，另外 400 万美元是通过清算所支付的。[8]

星期二纽约人信托公司停止业务的直接原因是，其他银行机构提请支付的大额支票如洪水般涌来。恰在指令停止业务之前，据报道，来自汉诺威国民银行(Hanover National Bank)的一名信差拿着 150 万美元的支票出现在纽约人信托公司位于下城区的营业部窗口前，而此支票是纽约人信托公司需要现金兑付的支票。此后不久，来自另一家银行的另一名信差到来，手里拿着 100 万美元的支票，也是现金支票。"负责支付的出纳员拿出这笔钱，"《纽约时报》报道说，"并迅速关闭了营业窗口。在负责支付的出纳员的盒子里仍有一些现金，但是，经理意

[1] *New York Times*, October 23, 1907, p. 2.
[2] *New York Times*, October 23, 1907, p. 2.
[3] *New York Times*, October 23, 1907, p. 2.
[4] Satterlee (1939), p. 466.重印得到斯克瑞伯纳的许可，版权归属西蒙—舒斯特成人出版集团，摘自 *J. Pierpont Morgan: An Intimate Portrait* by Herbert L. Satterlee., 1939 年，版权归属赫尔伯特·L. 萨特利；1967 年版权归属马贝尔·萨特利。版权所有，非经授权，不得使用。
[5] *New York Times*, October 23, 1907, p. 2.
[6] *New York Times*, October 23, 1907, p. 2.
[7] *Washington Post*, October 23, 1907, p. 2.
[8] *New York Times*, October 23, 1907, p. 2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

识到此时所需要的帮助不会及时到来了,唯一的办法就是停止业务。"[1]来自经纪人公司和银行的大量信差仍在排队,手中持有几百张大额支票,然而,当出纳员关闭窗口时,这些信差便离开了。

[1] *New York Times*, October 23, 1907, p. 2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第12章　必要的支持

如果在夜里我们得到了帮助，那么早上我们就重新开业。如果不能够得到帮助，我们就不会开业。目前的情况就是这样。关于我们是否将得到帮助，我们无可奉告。

——G.L.鲍伊塞文(G.L.Boissevain)，纽约人信托公司[1]

自10月21日星期一商业银行宣布不再为纽约人信托公司提供清算服务之后，所有的国民银行都拒绝兑付纽约人信托公司的支票，这反映出关于纽约人信托公司见票给付能力的不安情绪增强。然而，银行还是接受纽约人信托公司储户开具的托收支票，银行直接从纽约人信托公司得到偿付后，储户方可得到给付。由此，在星期二上午较晚的时候，大量的支票开始送达纽约人信托公司。整整一天里，众多银行还派出信差到纽约人信托公司，代表在纽约人信托公司拥有存款且通过这些银行托收的职员或客户。最终，这样的交易使当日的支付总量接近500万美元，而且很快便超过了纽约人信托公司的承兑能力。[2]

当纽约人信托公司的储户吵吵嚷嚷地取回他们的存款时，J.皮尔庞特·摩根的一名年轻代理人詹姆士·斯特朗正在紧张地审查纽约人信托公司的账户。

〔1〕 *Washington Post*, October 23, 1907, p. 2.
〔2〕 *New York Times*, October 23, 1907, p. 2; *Washington Post*, October 23, 1907, p. 2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

审查地点在位于下城区的纽约人信托公司办公室，斯特朗向乔治·贝克尔的第一国民银行副总裁亨利·戴维森报告说，中午纽约人信托公司就将不具有清偿能力。[1] 基于这个报告，摩根和他的团队决定，对于纽约人信托公司的帮助将毫无用处了，这也印证了一天之前摩根本人对纽约人信托公司的怀疑。[2] 当纽约人信托公司的出纳员关闭了营业窗口时，此时斯特朗仍然在纽约人信托公司办公室，他记得："队伍中人们的脸上表现出惊慌失措，我认识他们中的许多人，这一点，我永远不会忘记。"[3]清算所的一位银行家也证实说，事实上，支持纽约人信托公司的想法在当天的早些时候就取消了。

纽约人信托公司大量的担保特征并非真正符合市场要求的，现在看来，它临时停止支付，加之它的信用遭到严重破坏，因此可以想见的，是将会有再一次挤兑风潮。这将意味着，帮助纽约人信托公司渡过难关的支持额度也许高达2 500万美元或者更大的额度。在这样的情势下，对公司进行清算比其他金融机构储备金遭受严重消耗要更好。[4]

整个星期二令人沮丧的一天里，纽约人信托公司的董事们都待在董事会会议室内。"毫无例外地，他们每个人都露出了精疲力竭的表情。"《华尔街日报》如是说。[5] 作为纽约人信托公司董事会成员之一，G.L. 鲍伊塞文说："如果在夜里我们得到了帮助，那么早上我们就重新开业。如果不能够得到帮助，我们就不会开业。目前的情况就是这样。关于我们是否将得到帮助，我们无可奉告。"[6] 州银行业务部的主管证实道，这就是对情势的评估结果。[7]

为了让所有储户重建信心，纽约清算所宣称所有会员银行都很稳健，而且它们都将得到保护。然而，纽约清算所拒绝向纽约人信托公司提供救助。[8] 有一名主要的与会者，也是纽约清算所委员会成员，试图发出乐观主义的信号，他说："我认为，可以毫无风险地说，没有其他金融机构，哪怕最不起眼的金融机构，会

---

[1] 如前所述，危机发生前的两周时间里，州银行检察官对纽约人信托公司账户进行了审查，得出的结论是，该机构拥有充足的资金支付给储户。本杰明·斯特朗完全相反的发现至少表明，危机导致了纽约人信托公司储备金难以被察觉的紧张局面。这种明显的不一致结果提出了一个有趣的猜测，即是否摩根及其同僚得到了比银行监管者更加关键的信息。

[2] Satterlee (1939), p. 465.

[3] 斯特朗(1924)，写给托马斯·W. 雷蒙特长达 22 页的信件，本杰明·斯特朗的文件，联邦储备银行纽约分行。

[4] *Washington Post*, October 23, 1907, p. 1.

[5] *Washington Post*, October 23, 1907, p. 2.

[6] *Washington Post*, October 23, 1907, p. 2.

[7] *Washington Post*, October 23, 1907, p. 2.

[8] *Washington Post*, October 23, 1907, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

走纽约人信托公司的老路。即使困境出现了,我首先感到是乐观的。"[1]大通国民银行(Chase National Bank)的总裁 A.巴尔顿·海普伯恩(A. Barton Help-burn)补充道:"我相信,从现在开始,银行业的总体环境将继续改善。困难肇始于某些人的投机方式(海因兹和摩尔斯),他们现在已经被迫出局,清算所将继续提供必要的支持。"[2]

尽管有纽约清算所的一再保证,但是,纽约人信托公司发生挤兑的消息和接下来的疑虑使市场信心遭到了严重损害。由于几乎所有银行和信托公司当日囤积的资金量达到了极端程度,可贷资金变得非常紧张。星期二开市的时候,活期存款名义利率报价为 10%,但是,到了中午场内交易中已经没有货币可供。在下午,货币利率一度高达 60%,然后,下降到 40%,在休市前的半个小时里再一次升到 70%。[3] 当活期存款被抽干的时候,股票价格也下跌到 1900 年 12 月以来的最低点。还有报道称,另一家著名的股票交易公司破产了,这家交易公司是马库斯—迈耶公司(Marcus & Mayer),同时,关于其他公司情势的模模糊糊的传言扑面而来,"这些都正在撼动华尔街的根基"。[4]

回到华尔街 23 号后,J.P.摩根和他的同僚与潮水般跟来的银行家和信托公司总裁交换意见。显然,信托公司的挤兑现象并非仅限于纽约人信托公司。尤其是,美国信托公司(Trust Company of America)总裁告诉他们,由于星期二从它的公司取出的款项是超乎寻常的,因此,他"极端焦虑"。[5] 美国信托公司也坐落在华尔街,公司由奥克利·托尼(Oakleigh Thorne)控制,此人是纽约著名家族的一个有名的成员。像纽约人信托公司的查尔斯·巴尔内一样,托尼的信托公司也开设了几家分支机构,而且公司的储蓄额增长异常迅速。[6] 这家信托公司已经拥有大约5 000万美元存款和 1 亿美元的资产。[7] 发生挤兑的真正原因并不为人所知,但是,美国信托公司有一名董事会成员不是别人,正是查尔斯·T.巴尔内。[8]

---

[1] *New York Times*, October 23, 1907, p. 1.
[2] *Wall Street Journal*, October 23, 1907, p. 1.
[3] *Wall Street Journal*, October 23, 1907, p. 1.
[4] *Wall Street Journal*, October 23, 1907, p. 1.; *Washington Post*, October 23, 1907, p. 1.
[5] Satterlee (1939), p. 466.
[6] Satterlee (1939), p. 456.
[7] 斯特朗(1924),写给托马斯·W. 雷蒙特长达 22 页的信件,本杰明·斯特朗的文件,联邦储备银行纽约分行;《银行家杂志》,1905 年 5 月,第 624 页。
[8] *Wall Street Journal*, June 22, 1905, p. 8.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

星期二下午，J.P.摩根决定，美国财政部部长乔治·B.科特柳应当立即被邀请来纽约参加会议。当财政部部长从华盛顿特区坐了一个下午的火车到达曼哈顿时，全国的银行快速从纽约提走了它们的储备金，导致了可获得的资金流动性的更大压力。[1]在18:00离开其办公室举行的会议时，摩根仍忍受着重感冒，他对记者说："我们尽可能快速采取一切措施，但是，尚未形成具体方案。"[2]

在21:00财政部部长科特柳到达纽约后，摩根、斯蒂尔曼（国民城市银行总裁）、贝克尔（第一国民银行总裁）和博金斯（J.P.摩根公司的合伙人）在曼哈顿酒店拜见了他。在会见过程中，部长说他准备将政府的钱存储到银行中去，以帮助应对这样的形势。"在凌晨2:00我们休会时，我就感到，毋庸置疑，将会发生对其他机构的挤兑，"乔治·博金斯说。[3]在当天夜里讨论的所有议题中，有一个议题就是关于奥克利·托尼的美国信托公司的局势以及银行家集团将如何救助这家公司。在《纽约时报》的声明中，乔治·博金斯如是说：

关键的问题是美国信托公司。与会者感到该公司是稳健的。会议决定今天上午提供所需的现金。与会者确信该公司能够顺利渡过难关。该公司拥有1 200万美元的现金以及为了渡过难关所需要的现金。毫无疑问，J.P.摩根公司将引领筹措资金的行动。[4]

10月23日星期三凌晨2:00，詹姆士·斯特朗在位于康涅狄格州格林尼治的家中被联系上，并被告知立即组织一个团队，开始审查美国信托公司。到当日中午，摩根在其办公室里要得到一份全面的关于美国信托公司的报告。[5]斯特朗直接奔赴曼哈顿，他和同事一起工作了通宵，以期弄明白美国信托公司的实力。

随着新的一天的到来，摩根的健康状况更加糟糕，他的家人几乎无法将他从床上唤醒。"他似乎已经处于昏迷状态，"赫尔伯特·萨特利回忆说。[6]在他自己醒来后，完成了皮尔庞特式的祷告和洗漱，最后，这位金融家走下楼吃早餐，在图书馆同乔治·博金斯商量问题并评估当日应对从银行和信托公司取款所需的

---

〔1〕 Strouse (1999), p. 577.
〔2〕 *Washington Post*, October 23, 1907, p. 1.
〔3〕 Perkins in Crowther (1933)，未公开手稿。
〔4〕 *New York Times*, October 23, 1907, p. 1.
〔5〕 斯特朗(1924)，写给托马斯·W. 雷蒙特长达22页的信件，本杰明·斯特朗的文件，联邦储备银行纽约分行。
〔6〕 Satterlee (1939), p. 467.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现金数量。几分钟的会见之后,摩根驱车来到下城区的一角,太平洋联合铁路公司的 E.H.哈里曼和美国钢铁公司的亨利·克莱·弗瑞克(Henry Clay Frick)以及其他一些人正等待着他,了解他对当前形势的看法。

摩根非常关注信托公司的形势。"纽约人信托公司受困,而美国信托公司正处在危险的边缘。"萨特利观察道。[1] 到星期三 13:00,摩根到达下城区时,詹姆士·斯特朗已经得出了关于美国信托公司的意见。许多信托公司的总裁已经等在一个房间里,与此同时,戴维森、博金斯、贝克尔、斯蒂尔曼和摩根在另一个房间里。当斯特朗进入房间时,摩根立即说:"你是否带了其他人,他可以向另一个房间里的先生们报告情况?他们都是信托公司的总裁,他们进入办公室,都必须相互介绍,我不认为他们能够做得很多。同贝克尔先生、斯蒂尔曼先生和我一起坐下来,告诉我们关于美国信托公司的情况。"[2]

当斯特朗的一位同僚在另一个房间会见各信托公司的总裁的时候,斯特朗向摩根、贝克尔、斯蒂尔曼汇报着美国信托公司的情况。斯特朗将接下来的短暂时间里发生的事情做了如下描述:

我记得,摩根先生不停地问:"他们还具有清偿能力吗?"他不是想要细节,而是想得到一般性的事实和结论,而且似乎对于我所表达的意见较满意。美国信托公司有两笔或三笔数额巨大的贷款,对此,我必须听取摩根先生、贝克尔先生和斯蒂尔曼先生的意见。我记得,我告诉摩根先生,我本人对公司的清偿能力是满意的。我认为,他们的盈余已经耗尽,但是,资本状况没有很大损害。即使公司不得不清算,众多资产历经几年便可以变现。[3]

与斯特朗的整个会面过程大约持续了 45 分钟,在整个过程中,J.皮尔庞特·摩根说话次数不多于 5 次或 6 次。摩根问斯特朗,银行家们是否应该帮助该公司渡过危难?斯特朗的回答是肯定的。

摩根转向贝克尔和斯蒂尔曼说:"那么,这里就是终止危难的地方。"[4]

---

[1] Satterlee (1939), p. 468.

[2] 斯特朗(1924),写给托马斯·W. 雷蒙特长达 22 页的信件,本杰明·斯特朗的文件,联邦储备银行纽约分行。

[3] 斯特朗(1924),写给托马斯·W. 雷蒙特长达 22 页的信件,本杰明·斯特朗的文件,联邦储备银行纽约分行。

[4] 斯特朗(1924),写给托马斯·W. 雷蒙特长达 22 页的信件,本杰明·斯特朗的文件,联邦储备银行纽约分行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 13 章　美国信托公司

我永远忘不了，当我把第一笔最急用的钱递给他时，他的脸上呈现的欣慰的表情。

——小詹姆士·斯特朗，银行家信托公司(Banker Trust Company)[1]

美国信托公司的危机已经迫在眉睫。在摩根听取斯特朗报告的时候，美国信托公司总裁奥克雷·托尼已经被召唤，他告诉J.皮尔庞特·摩根，他的公司能够提供的资金减少到了120万美元。

事实上，美国信托公司的挤兑现象越来越可怕，托尼怀疑公司的营业时间能否持续到15:00营业日结束之时。大约1 200名储户聚集在曼哈顿的美国信托公司总部外面，排起的蛇形长队，东边到了威廉姆大街，西边延伸至纽约证券交易所所在地。为了延缓从金库中流出货币，托尼整个上午仅仅打开了两个出纳员的业务窗口。他还有意放置大堆的现金于显眼之处，以便焦急的储户相信公司拥有大量的准备金。然而，这是一次纽约人信托公司前一天情形的重现，担忧的客户、职员和办公室白领们坚持取回他们的(或他们雇主的)资金。投资者和储户对另一个纽约著名金融机构失去了信任。

〔1〕 斯特朗(1924)，写给托马斯·W. 雷蒙特长达22页的信件，本杰明·斯特朗的文件，联邦储备银行纽约分行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20 分钟后,处于极度恐慌的托尼再一次拜访了摩根。他的库存资金下降到了 80 万美元,除非能够筹集到 300 万美元,否则,他只好立即关闭美国信托公司。摩根转向与他同处一室的十位信托公司总裁,他们都是此前被召集来分析恐慌扩散趋势的。摩根建议,每一位总裁向美国信托公司提供 30 万美元的贷款。农场主贷款与信托公司(Farmers Loan & Trust Company)总裁立即接受了这项建议,但是,会上出现了分歧,于是,接下来的 20 分钟里与会者陷入了莫衷一是的辩论。

大约 13:45,托尼再一次要求援助。这时,他只有 50 万美元的剩余资金了。信托公司的各位总裁仍在继续争辩。在他们看来,干预不是他们的职责。对于他们中的任何一家公司,他们可以弃而不顾。

到了 14:15,美国信托公司的一名董事会成员进入房间,报告说他们仅剩下 18 万美元,他们已经决定停止业务运行。"好吧,"摩根大声说,"我看,已经无计可施了。"[1]因各信托公司拖延救助而恼怒,摩根突然解散了会议。在他的合伙人和亲密伙伴乔治·W.博金斯的建议下,摩根召见了纽约城两家最大的银行总裁:国民城市银行的詹姆士·斯蒂尔曼和纽约第一国民银行的乔治·F.贝克尔。在接通美国信托公司办公室直线电话之后,摩根告诉奥克莱·托尼立即来见他,并带来他所说的金库里存放的全部有价证券。

几分钟过后,摩根办公室的门被打开,一队人马走进来,身上背着装满了美国信托公司拥有的证券的袋子和箱子。此时,斯蒂尔曼坐在相邻的房间了,正与城市国民银行保持热线联系。摩根让托尼和他的职员们将以换取贷款为目的的美国信托公司的证券放在一张大桌子上。他们一边走过大桌子,一边在便笺上记账,摩根估算着证券的价值,当摩根确信足够担保获得支持时,他要求斯蒂尔曼让城市国民银行将一定数量的现金送到美国信托公司。很快,在摩根的指挥下,货币装满了数麻袋,并直接送到了美国信托公司的金库。摩根和他的同伴们如法炮制,直至 300 万美元完全送达美国信托公司。美国信托公司的大门直到 15:00 仍开着,业务照常进行。这一天,美国信托公司得救了。

15:15,摩根再一次召集信托公司的总裁们开会,紧急号召他们采取行动。此时,他们同意成立一个委员会去控制未来信托公司的形势,该委员会有权获得

---

[1] 关于博金斯的记录见克罗塞尔(Crowther,1933)。未公开手稿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

任何一家信托公司的信息。这样,委员会就可以像银行清算事务所那样起作用,从而对需要支持的信托公司提供支持。新的信托公司委员会拥有 5 位委员,主席由联合信托公司(Union Trust Company)总裁爱德华·金(Edward King)担任。在这样的安排做出之后,摩根建议信托公司的总裁们要在当天21:00在位于第五大道联合信托公司办公室汇报情况。与此同时,摩根派遣银行家信托公司 35 岁的秘书小詹姆士·斯特朗对美国信托公司的账目进行重新审查。

当为了拯救美国信托公司而采取这些紧急措施的时候,却在其他方面出现了经济和金融环境恶化的各种信号。美国西屋电气制造公司已经易手,匹兹堡证券交易所(Pittsburgh Stock Exchange)已经停止交易,而且,又一家纽约著名的信托机构林肯信托公司(Lincoln Trust Company)已经开始出现挤兑。与此同时,纽约市市长乔治·B.麦克莱伦(George B. McClellan,内战将军之子)召集了由各政府部门负责人参加的会议,他听说纽约市已经无法支付公务员工资以及无力向市政建筑承包商给付。《纽约时报》报道说, 由于市政府需要应对年终 120 万美元的预算缺口,加之在金融市场紧缩情况下再次成功发行债券不太可能,因此,市长建议将政府预算削减到"最小且不能再小的程度"。[1]

当摩根恳求信托公司的总裁们采取行动的时候,其他人也将请求"他"解决影响纽约整个城市的其他问题。在星期三的某个时刻,摩根接到了一个电话,被告知纽约证券交易所的价格正在下跌。对此,他说,如果有交易所会员"做空",试图增大恐慌并从价格下跌中获利,那么,在危机结束之后,我可能会参与进来。摩根的警告被广泛宣传,做空的情绪明显缓解。[2] 下午又有一个电话,一位银行总裁对于形势向着负面转化的态势深感焦虑,他对摩根说:"摩根先生,我的准备金已经下降了 20%,我已经不知如何是好了。"摩根直截了当地回答:"你应当感到害臊。你的储备金可以下降至 18%或 20%。在这样的情况下,不用储备金,那么,储备金有何用处?"[3]

在办公室的一天发生的事情使摩根精疲力竭,下午晚些时候皮尔庞特回到了他的图书馆,那时他的感冒让他忍受着巨大的痛苦。他的声音嘶哑,一双眼睛泪汪汪的,但是,他仍然保持敏锐的洞察力和旺盛的精力。在图书馆用完晚餐之

---

[1] *New York Times*, October 24, 1907, p. 10.
[2] Satterlee (1939), p. 470.
[3] 关于博金斯的记录见克罗塞尔(1933)。未公开手稿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后，他从后门离开，步行一个街区，来到位于第三十六大街和第五大道东北角上的联合信托公司办公室。在拜访信托公司总裁之前，摩根首先拜访了他的合伙人乔治·W.博金斯和亨利·P.戴维森。在联合信托公司地下室一个小房间里，三人坐在那里听取了詹姆士·斯特朗个人对美国信托公司情势的评估结果。在花了一天时间审查美国信托公司的账目之后，斯特朗报告说，美国信托公司拥有大约200万美元的股票，其对债权人的支付能力取决于它能否继续存活下去。摩根没有说什么，只是不时地点头表示同意。

带着斯特朗的评估结果，摩根和他的伙伴们上楼，来到联合信托公司的一间小会议室。信托公司的总裁们一个接一个地来到这间小会议室。站在他们的立场上，摩根要求他们采取果断的、具有决定意义的举措，不仅能够阻止挤兑，而且能够重建公众已经动摇的信心。他向信托公司的高管们重述了斯特朗的报告，并且说拯救美国信托公司是所有信托公司不可推卸的责任。他还向他们保证，无论是纽约清算所会员银行还是J.P.摩根公司，都将尽一切所能支持信托公司这样去做。令人吃惊的是，他们再一次提出异议。“情况非常紧张，做出任何承诺都将是勉强的，”斯特朗回忆说。[1] 最后，摩根迫使他们这样做。摩根说，1 000万美元是必需的，次日上午必须准备这1 000万美元。

第一个站出来的是银行家信托公司的总裁，他答应提供50万美元，如果有必要，最多提供100万美元。摩根再次向他们保证说，财政部部长乔治·B.科特柳从华盛顿特区来到了纽约并答应向纽约的几家银行储蓄，因此，信托公司可以获得新增的现金资源。尽管如此，信托公司的总裁们仍犹豫着。他们既不对拯救美国信托公司抱有热情，也不对弱化自己的现金状况抱有热情。他们就这样继续着他们无目的的讨论。

摩根显然已经筋疲力尽。首先，他静静地坐着，任雪茄冒着烟，直到雪茄燃尽。其次，他的头向前倾，坐在椅子上睡着了。又一个30分钟过去了。摩根突然醒来，他立即向詹姆士·斯特朗要了一支铅笔和一张纸。“好了，先生们，”摩根继续说道，“银行家信托公司已经答应拿出它的那一份，并愿意提供更多的贷款。马斯滕(Marsten，农场主贷款与信托公司总裁)先生，农场主贷款和信托公司愿意承担多少贷款?”马斯滕回答说，他的公司愿意提供与银行家信托公司相

---

[1] 斯特朗(1924)，写给托马斯·W.雷蒙特长达22页的信件，本杰明·斯特朗的文件，联邦储备银行纽约分行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同数量的贷款。[1] 按照这样的方式，摩根继续一个接着一个问遍房间里的所有人，直到他确保了825万美元。于是，他从椅子上站起来，并说第一国民银行、国民城市银行和汉诺威国民银行负担余下的资金缺口，保证达到所需的1 000万美元。但是，他们期望一旦贷款被组织起来，信托公司就能够因他们的奉献而得以救助。此时，已经到了午夜。

在讨论持续过程中，奥克莱·托尼一直等候在外面。会议结束后，摩根要求斯特朗与托尼一起去位于广场大道的托尼家中，在那里他们二人将计算保证次日向美国信托公司提供贷款所需要的证券。作为信托公司委员会主席，爱德华·金负责星期四上午从联合信托公司市中心大楼提供现金。与此同时，乔治·博金斯奔赴曼哈顿酒店，会见财政部部长，并且向聚集在那里的各大报纸的记者发表一份声明。摩根乘出租车回到了第三十六大街的家中，玩了一会儿单人跳棋，并再次与乔治·博金斯简单地说了几句话，然后上床睡觉了。

整个通宵直到次日早晨的几个小时里，詹姆士·斯特朗和奥克莱·托尼一起忙碌着，准备一份需要在星期四上午提交的为美国信托公司做担保的完整计划。完成了他们的工作之后，斯特朗到联合信托公司去见爱德华·金，此时已经是上午8:30。然而，当斯特朗到达联合信托公司时，爱德华·金要求关于美国信托公司更多的资产证明，他感到非常震惊。事实上，爱德华·金明显拒绝了向斯特朗提供已经承诺的贷款。此时是上午9:45，按照计划，美国信托公司15分钟后将重新开业。如果没有新增的现金注入，美国信托公司门前的持续挤兑将毁掉摩根等人昨夜达成的计划。

当即，斯特朗匆匆忙忙地再一次拜见摩根和博金斯，此时，他们正在摩根的图书馆举办一个早餐会。听了有关情况的汇报后，摩根指示斯特朗立即取出存放在J.P.摩根公司金库的美国信托公司的全部证券，这些证券是皮尔庞特本人昨日与托尼一起估价后的证券。然后，摩根告诉斯特朗将这些证券换成现金，并用它们作为担保从斯蒂尔曼的国民城市银行获得临时贷款。离开摩根和博金斯后，斯特朗为了向美国信托公司提供生命支持，又跑回到市中心：

我们跑到了华尔街，带着价值几百万美元的证券来到了国民城市银行。街道上挤满了围观者，等待取款的储户排起的长队依然从美国信托公司到威廉姆

---

〔1〕 斯特朗(1924)，写给托马斯·W. 雷蒙特长达22页的信件，本杰明·斯特朗的文件，联邦储备银行纽约分行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大街直至纽约证券交易所所在地。国民城市银行以非常快的速度检验了担保物，我记得，我只是给了维特森(Whitson)先生一张铅笔写的一捆黄金权证的收据——现在我不记得是60万美元还是100万美元。我把它放在自己的口袋里，跑向华尔街，而且几乎恰好在10:00看到托尼正在走廊中来回走动。由于对贷款的失望，托尼正以极度焦虑的心情眺望银行业务室。当他看到我时，他说信托公司都背离了他，一分钱都没有到来，他想在10:00整就关闭这家机构。我永远忘不了，当我把第一笔最急用的钱递给他时，他脸上洋溢着欣慰的表情。[1]

在经过许多时日后，美国信托公司此刻得救了。虽然摩根浇灭了第一把火，但是，恐慌的大火正在燃烧起来。

〔1〕 斯特朗(1924)，写给托马斯·W. 雷蒙特长达22页的信件，本杰明·斯特朗的文件，联邦储备银行纽约分行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 14 章　交易所危机

为什么你不告诉他们要做什么,摩根先生?

——贝拉·达·考斯塔·格林(Bella da Costa Greene)

J.P.摩根的个人图书管理员

我自己也不知道要做什么,但是,有时,有人带着我认为有用的计划书来拜访,那么我会告诉他们应该做些什么。

——J.皮尔庞特·摩根[1]

当奥克莱·托尼在 10 月 24 日星期四上午打开美国信托公司大门的时候,J.皮尔庞特·摩根正坐在一匹白马拉着的联合俱乐部的马车上,前往位于华尔街 23 号的办公室。[2] 这时,全城的居民都已经看到了登载在许多报纸首页的摩根的照片,并称颂他为城市的救星。摩根的女婿赫尔伯特·萨特利与皮尔庞特同坐在一辆马车上,他给出了那天上午周遭氛围的生动描述:

---

[1] Satterlee (1939), p. 477.重印得到斯克瑞伯纳的许可,版权归属西蒙—舒斯特成人出版集团,摘自 *J. Pierpont Morgan: An Intimate Portrait* by Herbert L. Satterlee,1939 年,版权归属赫尔伯特·L. 萨特利; 1967 年版权归属马贝尔·萨特利。版权所有,非经授权,不得使用。

[2] Satterlee (1939), p. 473.重印得到斯克瑞伯纳的许可,版权归属西蒙—舒斯特成人出版集团,摘自 *J. Pierpont Morgan: An Intimate Portrait* by Herbert L. Satterlee,1939 年,版权归属赫尔伯特·L. 萨特利; 1967 年版权归属马贝尔·萨特利。版权所有,非经授权,不得使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一路上，路人都被坐在马车上的他所吸引，都想看一看他。认识他的警察和马车夫看到他，喊道，“就是那位老人！”或者喊道，“就是那位大亨！”人们听明白他们所指是谁后，便跑到马车旁看他一眼。接近三一教堂时，人们搞清楚谁坐在马车里后，便让开通道。人群跟随着我们前行。他成就了一种激情，在拯救一座受困的城市时，他站到了最前面，俨然成为一名将军。在整个过程里，他直视前方，没有看出他对于人们激动场面的关注，但是，显然他是高兴的。[1]

在华尔街和曼哈顿下城大道的拐角的街道上差不多挤满了人。当摩根离开马车，快速登上J.P.摩根公司大楼的台阶时，民众最初变得很安静，接着便奋力向前，试图透过窗子看一眼摩根先生。当他到达办公楼内，他的办公室已经挤满了要借钱的人。摩根径直去了他的私人办公室，在那里他与乔治·F.贝克尔、詹姆士·斯蒂尔曼和其他几位银行与信托公司的高管举行了一个会议。

在摩根与他的团队筹商之时，几十辆交通工具正停在距离华尔街不远的联邦财政部分部的大楼门前。在同摩根的合伙人乔治·博金斯后半夜的会面之后，财政部部长乔治·B.科特柳正式宣布了对摩根的支持计划，即在危机期间提供2 500万美元，以增加流动性。“不仅仅是商业机构的稳定性给了我深刻的印象，”乔治·B.科特柳说，“而且，这个城市商业圈中的众多著名人士的最大的勇气和对公共利益的奉献精神，令我印象深刻。”[2]

整个星期四上午，人们从联邦财政部分部的联邦金库里扛出一袋袋和一箱箱的黄金和美元，分送到科特柳批准的各家银行。与此同时，约翰·D.洛克菲勒向联合信托公司提供了1 000万美元的储蓄，并承诺，如果需要，将追加储蓄4 000万美元。[3]

然而，恐慌仍然进一步扩散。纽约证券交易所也发生了货币短缺问题，经纪人高度紧张。上午10:00，交易所的活期借款利率还是相当正常的——6%上下。可是，不久之后有一笔竞价给出的活期借款利率为60%，而且，仍没有货币可供。到了13:00，活期借款利率飙升到100%的极端利率水平。“显然，大量的信托公司要求借贷导致了这种困境的出现。信托公司受到已经发生挤兑现象的

---

[1] Satterlee (1939), p. 473.重印得到斯克瑞伯纳的许可，版权归属西蒙—舒斯特成人出版集团，摘自*J. Pierpont Morgan: An Intimate Portrait* by Herbert L. Satterlee，1939年，版权归属赫尔伯特·L·萨特利；1967年版权归属马贝尔·萨特利。版权所有，非经授权，不得使用。

[2] Quoted in the *New York Times*, October 25, 1907, p.7.

[3] 1902年的审计结果表明，约翰·D.洛克菲勒的资产大约为2亿美元；相比之下，在1913年摩根去世时，J.P.摩根的不动产价值大约为8 000万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

三家公司(纽约人信托公司、美国信托公司和林肯信托公司)的惊吓,急于增加其现金头寸。"乔治·博金斯观察道。[1] 由于信托公司从市场中抽回现金,现在,已经紧张的货币市场变得更加紧张了。由于货币极度稀缺,交易所的交易价格下跌。

大约 13:30,纽约证券交易所总裁郎索姆·H.托马斯(Ransom H.Thomas)和他的一名助理情绪非常激动地来到了 J.P.摩根公司。他们到达时,J.P.摩根公司办公室里已经站满了激动的人们,但是,托马斯直接冲向大金融家摩根,并说,"摩根先生,我们将不得不关闭证券交易所。"摩根转向他,严厉地问道,"什么?"托马斯又说了一遍,"我们将不得不关闭证券交易所。"摩根问道,"通常在什么时间关门?"托马斯回答道,"嗯,三点钟。"摩根咆哮道:"今天,早一分钟都不许关门!"摩根右手的中指指着交易所总裁,一个字一个字地强调说,似乎时间就掌握在他的手中。[2]

于是,托马斯解释道,除非短时间内有大量的货币提供给证券交易所,否则,将出现大量的违约。摩根说,他将采取紧急措施,安排贷款,并让托马斯回到证券交易所。随着时间的推移,情势似乎越来越令人沮丧。"一个接着一个的经纪人来到我们的办公室,请求我们提供帮助——许多人眼含泪水,另一些人因市场失败的突然冲击而近乎崩溃。"乔治·博金斯回忆说,"他们拥有证券并愿意用其筹措货币,但是,没有货币提供。"[3]最终,大约 13:45,摩根要求通知所有银行总裁(这次不是信托公司总裁)立即到他的办公室。这座城市的银行家们大约于 14:00 纷纷到达。交易所经纪人最担心的时刻是 20 分钟之后,那时,交易所将按照商业惯例核算全天交易并调整经纪人账户。这将成为市场崩溃的时刻。

当银行总裁们最终到齐时,摩根向他们介绍了情况。他简单地说,除非他们在接下来的 10~12 分钟内拿出2 500万美元,否则,至少 50 家证券交易所将倒闭。国民城市银行总裁詹姆士·斯蒂尔曼立即答应提供 500 万美元,其他银行家很快答应跟从。到 14:16,摩根确信可以从 14 家银行获得2 360万美元。几分

---

[1] 关于博金斯的记录见克罗塞尔(1933)。未公开手稿。

[2] Satterlee (1939), p. 474.重印得到斯克瑞伯纳的许可,版权归属西蒙—舒斯特成人出版集团,摘自 *J. Pierpont Morgan: An Intimate Portrait* by Herbert L. Satterlee, 1939 年,版权归属赫尔伯特·L.萨特利; 1967 年版权归属马贝尔·萨特利。版权所有,非经授权,不得使用。

[3] 关于博金斯的记录见克罗塞尔(1933)。未公开手稿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

钟之内，新的"货币池"的说法传遍大街小巷，正如博金斯后来观察到的：

此时，我们的外围办公室里站满了经纪人，他们等待着会议的结果。银行家们急匆匆地走出我们的私人办公室，来到了外围办公室，有人要宣布已经筹措到2 500万美元。当匆匆忙忙地启动贷款机制时，我看到，有人一边将帽子扔向天花板，一边大喊："我们得救了，我们得救了！"[1]

当14:30货币投放市场时，人们一个接着一个到达交易所的"货币窗口"寻求贷款。在这种有人蓄意破坏的情形下，甚至有一位摩根的同僚的大衣和马甲都被撕破了。《纽约时报》报道说，借款人的名字刚刚被写下来，货币经纪人便使劲地爬向前去拿到资金。同时补充道，10天来的第一次，交易大厅里的情绪是那样的欢呼雀跃。15:00，当证券交易所关闭时，"欢呼声汇成了巨大的声浪"并从交易所大厅里传出。员工们也加入了欢呼，"摩根先生做了什么？他是正确的！"有三个参与欢呼的人接着说。[2] 星期四下午摩根为"货币池"筹集的资金总额中接近1 900万美元在30分钟内就已经贷放出去，利率从10%～60%不等。在市场关闭之后，人们仍拥挤在J.P.摩根公司前扛着一箱箱担保物，以确保获得"资金池"中的份额。

大约19:00，摩根和博金斯最后离开了他们的办公室，前往上城区。在他们要离开大楼时，通常很含蓄的摩根走向了记者群。挺一挺腰，阔一阔肩膀后，他慢慢地说道："如果大家把他们的钱放在银行，一切都会好起来。"[3]接着，他快速转身，走出大门，驱车前往上城区。

J. P. 摩根的努力已经保证了证券交易所在10月24日星期四全天的正常经营，但是，他所取得的胜利并不是决定性的。当日下午，沃德第十二银行(Twelfth Ward Bank)和帝国城市储蓄银行(Empire City Savings Bank)停止了业务。接着，纽约汉密尔顿银行(Hamilton Bank of New York)停止经营，而且，越来越多的金融机构相继关门，他们分别是布鲁克林第一国民银行(First National Bank of Brooklyn)、纽约国际信托公司(International Trust Company of New York)、布鲁克林威廉姆斯伯格信托公司(Williamsburg Trust Company of

---

[1] 关于博金斯的记录见克罗塞尔(1933)。未公开手稿。
[2] 关于博金斯的记录见克罗塞尔(1933)。未公开手稿。
[3] Satterlee (1939), p. 476.重印得到斯克瑞伯纳的许可，版权归属西蒙—舒斯特成人出版集团，摘自*J. Pierpont Morgan: An Intimate Portrait* by Herbert L. Satterlee，1939年，版权归属赫尔伯特·L. 萨特利；1967年版权归属马贝尔·萨特利。版权所有，非经授权，不得使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Brooklyn)、布鲁克林城镇银行(Borough Bank of Brooklyn)以及布鲁克林杰金斯信托公司(Jenkins Trust Company of Brooklyn)。到星期五上午,位于罗德岛上的一向谨慎经营的联合信托公司也无法经营了。最令人担忧的是,美国信托公司和林肯信托公司的严重挤兑现象仍在继续,不见消停。

10 月 25 日星期五一大早,乔治·博金斯连续访问了科特柳、斯蒂尔曼和摩根,以确保他们再次达成一致意见,拯救美国信托公司和林肯信托公司。早餐后,在摩根的图书馆里,他们最终决定投入更多的资金去解决两家公司的问题,而且决定,如果有必要,可以考虑在下午建立另一个资金池。同时,博金斯很快便同美国信托公司和林肯信托公司的高管们会面。他强烈要求他们准时开门营业,甚至建议他们以尽可能慢的速度向储户给付,甚至,如果必要,也可以采用一些伎俩。“并不是我们非常钟爱这两家公司,故而想让他们保持经营,”博金斯后来解释道,“事实上,对于我们来说,他们的管理一无是处,而且我们认为它们应该被关闭,但是,我们努力保持它们的营业状态,就是为了不再发生对其他公司的挤兑,不再爆发新的震惊和恐慌。”[1]

星期五上午 10:00,证券交易所的交易一如往常地开始了,但是,“到处充满着恐慌的气氛”。[2] 价格迅速开始跌落,这个经纪人或那个经纪人处于危险之中的流言四起。“整整一天的时间里,我们的办公室里都挤满了发疯似的男人们和女人们,” 博金斯回忆说,“从各个方面,他们向我们提供着他们承受巨大压力的证据”。[3] 另外,受到恐慌冲击的信托公司要求归还他们的贷款,由此导致严重的货币短缺。到了中午,货币市场利率已经达到 150%。摩根与他的同僚们请求信托公司展期他们的贷款,并恳求交易所总裁停止所有的保证金买入或卖出交易。然而,他们的努力赶不上信托公司从市场上抽回现金的速度。到 13:30,市场状况恰似前日已经发生的情况,无钱可得,大量的企业处于破产的边缘。

最后,交易所总裁郎索姆·托马斯去见 J.P.摩根本人,请求摩根再召集一次由 14 家主要银行总裁参加的会议。摩根答应了,但是,他决定亲自在纽约清算所的办公室里会见他们,他将要求他们建立另一个1 500万美元的资金池。当这

---

[1] 关于博金斯的记录见克罗塞尔(1933)。未公开手稿。
[2] 关于博金斯的记录见克罗塞尔(1933)。未公开手稿。
[3] 关于博金斯的记录见克罗塞尔(1933)。未公开手稿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一次他欲达目的时，各家银行就不是那样慷慨了，他们仅仅愿意提供 970 万美元。即使这样，也必须做下去。摩根坚持这些资金的使用须有严格的限定条件，即不允许保证金交易(只可以用于投资)，而且，不可将资金池的资金全额借出去，直至当天下午。

根据纽约清算所的会议情况，在他步行走回自己位于街角的办公室的路上，J.P.摩根清楚地意识到他的力量的大小。摩根的女婿赫尔伯特·萨特利对当时的情况做了描述，留下了摩根最生动且最经典难忘的形象：

那天看到摩根从清算所回到他自己办公室的任何人，都将无法忘记他的形象。外套未扣上，随意敞开着，一页白纸紧握在右手中，他跨步沿着拿骚大街一路走下来。头上的黑色平顶的礼帽下压得很低。嘴里叼着一支长雪茄，雪茄已经抽了一半。他的眼睛直视前方。他大摇大摆地走着，对其他人丝毫不在意。他似乎看不到街上拥挤的人群，一心一意于他正在做的事情。大家都认识他，除非像他一样专注于自己事务的人，每个人都为他让路。在他快速走过时，人们让在一旁。与街上的其他人不同的是，他不躲闪，不从人群中走进走出，不停顿，也不放慢脚步。他只是蹒跚前行，好像只有他一个人走在拿骚大街上一样，径直走过财政部分部大楼。他就是力量和目标的化身。不到两分钟，他便进入了自己的办公室。在大街上就能够听到证券交易所里传来的欢呼声。[1]

第二个货币池很快就被交易所贷放出去了，利率在 25%～50%之间，因此，充分满足了各方面的需求，不再有经纪人破产的报告了，而且，交易所再一次维持营业直到 15:00。到闭市之时，交易所贷放出去新的货币池中的 600 万美元。数小时后，剩余的资金将提供给受挫的投机经营活动。总交易量从前一日的百万股下降到 6.37 万股。然而，在这一营业日结束时，不少于 7 家银行仍然陷入困境，为了对他们提供进一步的保护，储蓄银行的总裁们提出极少见的要求，那就是储户的任何一笔取款都必须提前 60 天告知。

星期五晚上，在摩根的图书馆里，摩根和他的同僚们明白了他们不可能拯救所有银行，他们不可能构造多个货币池去支持交易所。他们将注意力转向公众信心的重建。他们成立了一个委员会，负责向媒体发布所有关于金融救助计划

---

〔1〕 Satterlee (1939), p. 479. 重印得到斯克瑞伯纳的许可，版权归属西蒙—舒斯特成人出版集团，摘自 *J. Pierpont Morgan: An Intimate Portrait* by Herbert L. Satterlee, 1939 年，版权归属赫尔伯特·L·萨特利；1967 年版权归属马贝尔·萨特利。版权所有，非经授权，不得使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的信息。所有的问询都直接由委员会回应，委员会绝不回避，也绝不保守秘密。他们还指定了第二个委员会直接同牧师联系，鼓励牧师在周末的信众中传布恢复信心的宣言。“我们安排了我们所能够安排的一切事情，星期日所布之道就会在各个教堂传布，”博金斯说，“提醒人们冷静下来，不要再取出货币，锁定存款。”[1]按照萨特利的说法，星期五和星期六，这个委员会的一名委员访问了纽约市每一位能够找到的牧师、神父和拉比（犹太教牧师）。当日的战斗取得了胜利，摩根以在图书馆里玩单人跳棋游戏的方式结束了他这一天的生活，大约于凌晨2:00上床睡觉了。

〔1〕关于博金斯的记录见克罗塞尔(1933)。未公开手稿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 15 章　困境中的城市

如果，他是十分邪恶的百万富翁，

那么，命运的丧钟很快就会被敲响；

他不应该被允许成长，

如果，他已经长成，

那么，他也应被击倒。

然而，

当一座城市的债券发行失败时，

无人关注，

那时，是谁出面救助？

他是 J.P.摩根。

由于信用的美名受到玷污，

银行和信托公司陷入崩溃境地，

大人物们的高谈阔论

实乃于事无补，

却只能火上浇油。

此时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

真正需要巨人的力量，

去遏制毁灭性的黑潮涌动。

此时，是谁做了这项工作？

他是J.P.摩根。

——麦克兰德伯格·维尔森(McLandburgh Wilson)

《纽约时报》，1907年10月27日

10月26日星期六上午证券交易所照常开市，上午的交易是短暂的，但是，气氛依然紧张。然而，由于星期六中午闭市，且既没有货币借入也没有货币贷出，所以，有了风平浪静的感觉。另外，早晨的报纸都提供了缓解剂，均预计摩根的公共关系策略定能取得成效。银行业务的领军者——库恩—劳伯公司的金融家雅可布·H.谢夫——赞赏摩根和科特柳的举措，《纽约时报》援引了雅可布·H.谢夫的话。“我们正在做我们所能做到的一切事情，去支持J.P.摩根先生英雄般的努力，以增强银行业的总体实力，”谢夫说，“财政部部长及时的、决定性的、有效的举措值得赞赏，每个人必须寻求一切可能的方式为应对莫须有的惊慌失措提供支持。对此，我坚信已经大有助益了。”[1]实业家安德鲁·卡内基也赞成摩根所做的工作，并劝告储户要有勇气和信心。“总之，无人——无论是男人还是女人——出于自私目的囤积私人证券，”卡内基说，“而且，让他们拿出自己的盈余，增加公众支票账户，从而缓解当前货币市场的饥荒。”[2]

大西洋对岸，更进一步的鼓励也上了头版头条。各大报纸都登载了英国贵族罗斯柴尔德对摩根的称赞，罗斯柴尔德表达了他对这位美国金融家的“钦佩和尊敬”。[3] 一位法国的制造商说：“法国大银行家对摩根先生和斯蒂尔曼先生个人抱有极大的信心，如果他们明天到法国来，他们就能够毫无困难地寻求到1亿美元的黄金。”[4]德国的一位银行家补充道：“我们将告诉我们的客户，保持一个健康的美国产业形势是我们的责任，而且我们将有巨大的买单提供给美国产业界。”[5]同时，国际金融协会对美国的形势也表示慷慨支持，显然，他们也看到了

[1] *New York Times*, October 26, 1907, p. 1.
[2] *New York Times*, October 27, 1907, p. 5.
[3] *New York Times*, October 26, 1907, p. 1.
[4] *New York Times*, October 29, 1907, p. 2.
[5] *New York Times*, October 27, 1907, p. 2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可以从美国证券被严重打压的价格中获利的机会。

除了得到言论的支持之外,摩根和他的同僚们星期六上午还收到了一份电报,被告知300万美元的黄金正在从伦敦运往纽约的途中。这个消息来得正当其时。在星期六的每周报告中,银行报告说,出现了1 290万美元的损失,一定程度上相当于输送到内陆的货币量加上向需要现金的其他机构的贷款增量。在全国货币供给紧张的情况下,运来黄金的消息被摩根的委员会立即报告给各个证券交易代理机构,并为全城的投资者和储户打了强心针。星期六,另一笔180万美元的黄金和18.5万美元的银币从财政部分部的金库里运送到纽约的多家银行。与此同时,数吨的黄金和白银以及大量的纸币于星期六从华盛顿运达,绝大多数的纸币为小额现钞,另外一批货币还将于星期日运达。

尽管这一天里通常都是好消息,但是,摩根、斯蒂尔曼和贝克尔仍对未来一周里金融系统满足所有借款需求的能力保持着高度关注。芝加哥、圣路易斯和其他城市继续从纽约取走货币,所取走的货币量为纽约两到三天所需货币量。尤其是,博金斯报告称,财政部长科特柳承诺的绝大部分货币已经到达各个银行,相应地,已经支付储户,尽管这些货币已经被锁定在了安全的储备金库里。他得到消息称,自星期一上午以来,接近2 000只保险箱被租用,到处流传着储户把现金锁在保险箱或者带回家的故事。然而,如果是这样,为了尽快增加货币供给,国家银行系统就失去了一个有效的机制。

在此前所发生的金融危机中,比如在1873年、1884年、1890年和1893年的危机中,纽约清算所求助于用清算所权证的方式向成员银行提供临时性的紧急贷款。每天成员银行之间的账户在清算所清算时,成员银行就可以用这些权证换取现金。既然权证可以作为现金的替代品在成员银行之间流通,就能有效地缓解公众所需要的现金,从而人为扩大国家的货币供给。在没有中央银行提供这种功能的情况下,在出现严重的货币紧缩时期,保持金融体系的流动性,权证被证明是极其有效的方式。然而,发行权证只是临时性措施,而且常常意味着应对不断加深的系统性危机而采取的孤注一掷、最后一搏的意图。

在过去的一周里,纽约不断有人建议纽约清算所采取发行权证的措施,尤其是在清算所成员银行的会议上。可是,摩根坚决反对使用权证的想法,它坚信发行权证只能向社会发送危机加深的信号。他坚持避免采取任何令公众更加担忧的措施。另外,有人认为,清算所成员银行间复杂的机制,有些银行可能会拒绝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

延缓可兑换性。由于存在道德风险,一旦他们拥有资源,就任由储户取现。更加不堪设想的是,延缓可兑换将服务于那些试图惩罚弱势银行的那些强势银行的利益——正如历史学家埃尔姆斯·维克尔(Elmus Wicker)认为的那样,这样的行为表现了私人利益与公共利益的冲突。

经受了两周激烈风暴的煎熬,金融家们除了发行清算所权证之外,已经别无选择。事实上,一些主要城市,比如芝加哥、匹兹堡和费城,已经宣布采用权证的计划。最终,摩根、斯蒂尔曼和贝克尔认可了这种措施的必要性,授权纽约清算所于10月28日星期一向53家成员银行发行1亿美元的权证,尽可能向金融系统提供必要的流动性。

在后来纽约清算所成员银行的会议上,做出决定,每家银行获得权证,需要向纽约清算所提供证券作为担保物,所发行的权证为全部证券价值的75%。权证利息率为6%。作为释放货币的附加方式,银行家们还认为信托公司应该使用保付支票(即清算所会员银行担保的支票)代替现金向个人支票的储户支付。另外,清算所还应该讨论允许信托公司成为会员的可能性,讨论对它们提出15%的准备金要求的可能性。据报道,银行家们一般都赞成这种措施,尤其是,他们赞成将信托纳入监督和审查体系。

为了增强宣布采取权证措施所形成的安定氛围,摩根和他的同僚们建议财政部部长科特柳回到华盛顿。他们希望科特柳离开纽约的消息能够被视为一个信号,即他对纽约的形势充满信心。同样,摩根本人星期六下午离开纽约,到克莱格斯顿度周末,那里是他位于哈德森河边高地瀑布区的乡村寓所。在火车上,他美美地睡了一觉,一周来从未有一夜能够睡上五个小时。

10月27日星期天上午,正如事先计划的那样,宗教领袖们敦促人们保持冷静,并向全纽约城的储户和投资者提出建议。在位于雪松大街的纽约清算所里,职员们整天忙碌着,做着星期一发行权证的大量而细致的准备工作。受权证计划的鼓励,大通国民银行宣布从欧洲追加进口黄金200万美元。"我们已经看到了最糟糕的'恐慌'阶段,"《伦敦标准》(*Standard of London*)乐观地认为,"无论如何,这次危机一定会被牢记,因为它与反常交易活动相关,鲜明的例证是几乎所有金融中心都出现了普遍性的抱怨,也就是说,资本需求的增长与资本供给不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成比例。"[1]

当天最令人吃惊的是,西奥多·罗斯福总统写给财政部部长科特柳的一封措辞闪烁的贺信公开发表。在金融危机的大部分时间里,罗斯福都没有过问,而是在路易斯安纳的坎贝拉进行狩猎之旅。(在他狩猎归来时,《纽约时报》讽刺道:"蚝湾的夏天使他增加了几道古铜色印迹。"[2])总统第一次谈到恐慌问题是在10月22日星期二,此时他正在回到华盛顿的路上。他在田纳西的纳什维尔停了下来,在即兴演讲中他坚称他的政策没有诱发恐慌。在他的言论中,他将他的不满都归结在股票投机者身上,他说:"那种人做着他们能够做的一切,导致我们的机构体系的毁坏。出于人民的总体利益,而且主要是出于最忠诚的人民的利益,我们要打一场阻止这种错误行为的战争。"[3]

可是,在声明做出后的两天里,财政部部长科特柳就建议罗斯福向公众传达的信息不要过于咄咄逼人。在10月24日星期四所写的信中,而且这封信于星期日在各大报纸上公开发表了,罗斯福不仅赞扬了财政部部长所做的工作,而且赞扬了"那些保守的、位高权重的商人们。在这次危机中,他们的行为是明智的,是富有公共精神的"。而这位改革派美国总统在不久前还将摩根和其他实业家以及金融家作为"为富不仁的人"而加以指责。他继续赞扬道:

通过他们的行动,在控制这次恐慌过程中,他们做出了难以估价的贡献。这次恐慌因投机而起,并正在形成摧毁信心和信用的威胁,而信心和信用是合法的商业活动的必要条件。实现我们金融业和实业利益的根本条件是健康和诚实的环境,这是经过冷静思考后的任何人都不会提出异议的。不诚实的交易和投机企业是真实经济繁荣中偶发事件的唯一原因。你们和商人们所采取的行动意义重大,确保了冷静审视问题的机会,必将在我们的商业环境中形成全面的信心,这是毋庸置疑的。[4]

诚然,对于总统明显的澄清言论,J.P.摩根一定感到某种程度上的满足。大约星期日16:00,摩根乘火车回到了纽约。尽管空气仍是潮湿的,但是,已经显现出的情势是,天空终将云开雾散。

10月28日星期一上午,好消息接踵而来。清算所权证的第一拨发行开始

[1] *New York Times*, October 28, 1907, p. 1.
[2] *New York Times*, October 24, 1907, p. 6.
[3] *New York Times*, October 23, 1907, p. 5.
[4] Morison (1952), p. 823.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了,因此,这个营业日结束时将扩大100 925 000美元的货币供给量。黄金纷纷从世界各地运来,这些地方包括英国、阿根廷、巴黎和澳大利亚,总量有望达到2 000万美元。虽然大量的储户依然等在美国信托公司和林肯信托公司门外,但是,没有得到新的挤兑的报告。州银行监督官克拉克·威廉姆斯(Clark Williams)甚至宣称,过去一周关闭的银行已经提交重新开业的申请。

在证券交易所,活期借款利率一度高达75%,但是,今日最终贷款利率则为6%,而且所有的经纪人公司都能够得到其所需要的货币。大约上午11:00,几个经纪人找到博金斯,问他是否需要通过银行资金池来获得更多的货币,但是,博金斯和其他人都不赞成再采用这个措施。银行家们相信已经具有了充足的流动性,货币池可以取消了。"旨在支撑短期借贷市场,上周我们构建的各种'池子'已经被纽约清算所采取的措施所取代,因而已经失去作用,"大通国民银行总裁A.巴尔顿·海普伯恩宣称,"现在,经纪人应该找他们的银行去寻求贷款安排。"[1]为了表明对局势的信心,J.P.摩根整天都待在位于上城区的他的图书馆里。

然而,表面的宁静掩盖了正在酝酿的新危机。"外表上来看,报纸上的报道以及公众所知道的就是一切已经归于平静,"博金斯说,"但是,我们中的四五个人获得的信息令我们担心前一周所做的工作随时都可能化为泡影。"[2]博金斯、摩根和其他一些著名的银行家得知纽约已经处于金融崩溃的边缘了。

星期日晚上,纽约市的一名官员私下里找到乔治·博金斯,向博金斯介绍说,除非市政府于11月1日能够筹措到2 000万美元或3 000万美元,否则,这座城市将丧失清偿能力。纽约市已经无力承担支付工资的义务了,而且无力向建筑承包商给付。这座城市于去年夏天尝试发行债券但失败了,9月份的债券发行之所以成功,完全是因为摩根先生的介入。在秋季里,这座城市不断通过短期贷款实现融资支出,而4 000万美元的短期贷款还是在J.P.摩根公司前期担保条件下获得的。9月份,这座城市对于尽快偿还债务充满信心,但是,对金融危机的干预以及目前的市场环境使这一切不再具有可能性。这名城市官员说,他们已经尝试了为期3天或4天的公开市场业务,但是,他们仅仅成功地筹集了几百

---

〔1〕 *New York Times*, October 29, 1907, p. 1.
〔2〕 关于博金斯的记录克罗塞尔(1933)。未公开手稿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

万美元。"眼下筹集100万美元无异于搬掉一座山。"博金斯说。[1]

大约10月28日星期一16:00,市长麦克莱伦、副市长、城市审计官以及财务官一行来到摩根的图书馆拜会摩根先生。他们介绍了在去年夏天的融资之后,他们发现需要立即使用全部的4 000万美元,现在,他们需要追加融资以便度过本年度的余下时间。在花去几个小时讨论纽约城市的财务状况之后,他们休会并同意次日15:30在此会面。摩根和他的同僚们都不相信他们能够在欧洲市场获得城市短期贷款,当然,在美国更无可能,因为货币的当前利率,即6%的回报率几乎不具有吸引力。可是,城市融资失败的后果将是严重的。"我们都认识到局势的压力,"博金斯说,"如果此时纽约市的信用受到质疑,将是何种程度的火上浇油?"[2]

在次日事先确定的时间,摩根和他的同僚们与市长和他的代表团重开商谈。这时,摩根没有说一句话,只是坐在图书馆的桌子前面,拿起一支笔,开始写着什么。"没有犹豫,甚至没有因遣词造句而停顿,"博金斯回忆说,"他写完了三大页纸,将它读出来给大家听了后,递给我并说,'看贝克尔和斯蒂尔曼两位先生对此是何想法'。"[3]

摩根以惊人的速度和敏锐的洞察力,炮制了一份建议,即J.P.摩根公司购买3 000万美元的城市收益债券,可选择期限为1年、2年或3年,收益率为6%。还有一个选项是2 000万美元,而且要求城市指定一个委员会检查财务状况。摩根计划将这些债券交给第一国民银行和国民城市银行,并用这些债券换取清算所权证。因此,这一举措不仅能够给纽约市带来3 000万美元的追加流动性,而且能够通过银行系统为纽约市提供3 000万美元的信用。

讨论大约持续了20分钟之后,银行家们和市长得出结论,摩根即席的投资条款清单"无论是从出价方的立场上还是从已经付诸实施的简明做法的角度,都是完全可行的"。[4] 会议刚好在19:00结束,纽约市的代表拿着于次日从J.P.摩根公司、第一国民银行和国民城市银行获得3 000万美元的协议离开了。在J.P.摩根的生花妙笔之下,纽约市面临的金融威胁就此消失了。

这一周接下来的时间里,令人鼓舞的事情不断发生。10月30日星期三,美

[1] 关于博金斯的记录见克罗塞尔(1933)。未公开手稿。
[2] 关于博金斯的记录见克罗塞尔(1933)。未公开手稿。
[3] 关于博金斯的记录见克罗塞尔(1933)。未公开手稿。
[4] 关于博金斯的记录见克罗塞尔(1933)。未公开手稿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国信托公司得到了超过10万美元的储蓄额，远大于它的支出。另外，报告称，与前几日相比，等待取款的储户是最少的，不多于20人仍在业务结束时尚等待取款。到星期四时，信托公司已经重获储蓄资金达100万美元，相当于过去一周获得的贷款。

货币利率仍然相对较高，交易所承受的压力较为明显，但是，短期借款的平均利率已经下降到20%，而且在某一时刻出现了8%的低利率水平。在过去的一周里，英格兰银行将贴现率从4.5%提高到5.5%，表明英格兰银行试图阻止黄金流向美国。到11月4日，英格兰银行的利率上升到了7%，是自1873年以来的最高水平。法国和德国的中央银行紧随其后，也纷纷提高利率。财政部部长科特柳指出，这些国家货币市场存在着"严重压力"，由此可见，严峻的环境并非"仅限于美国"。[1]

这样的全球情势反映了这样的实事，即黄金继续以自1893年以来从未有过的数量运抵美国。可是，由于月底大量的工资支付和债务清偿义务，依然几乎没有公司在交易所接受保证金交易，而且维持很强的现金需求。在这一周里发生了一个令人震惊的事件，就是一家证券经营所——克斯勒公司(Kessler & Company)——的倒闭。这次倒闭事件并未造成显著影响，但是，它预示着新的、不可预测的一轮危机的出现，因此，J.P.摩根的个人动机最终将遭到质疑。

[1] U.S. Department of the Treasury (1908), pp. 15,16.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 16 章　智乱情迷

在上一周的这座城市里，一个人和他的同僚们能够做什么，已经得到了充分的展示。[1]

——艾尔伯特·H.盖瑞(Elbert H.Gary)

美国钢铁公司

1907 年 10 月 30 日

11 月 2 日星期二一大早，J.P.摩根在他的图书馆召集了一次紧急会议。华尔街出现了新的问题。一家最大的经纪人公司正处于崩溃的边缘，这家公司的破产将激起又一波大恐慌。这家经纪人公司是莫尔—谢莉公司(Moore & Schley)，它已经从纽约和其他地方的银行、信托公司和其他类型的金融机构借款超过3 000万美元。为了保证获得如此多的贷款，这家公司用田纳西煤炭钢铁与铁路公司[Tennessee Coal, Iron & Railroad Company，当时公知的是田纳西煤钢公司(Tennessee Coal and Iron)或简称为 TC&I]做了担保。然而，紧缩的市场环境导致了田纳西煤钢公司的股票价格出现了变动问题，因而，星期一多家银行要收回莫尔—谢莉公司的贷款。如果贷款被收回，且债权人大量变现田纳西煤

[1] *New York Times*, October 30, 1907, p. 3.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

钢公司的股票,那么田纳西煤钢公司的股票将在市场上泛滥。这样,田纳西煤钢公司的股票价格将一落千丈,不仅将毁掉莫尔—谢莉公司,而且将导致股票市场的突发性灾难。

在正常情况下,对于主要的银行和信托公司来说,莫尔—谢莉公司的贷款不至于构成沉重的负担。然而,目前储户非正常的大量现金需求要求借款人持有可以快速转换为流动资产的证券或其他类型的资产。田纳西煤钢公司的股票好像不太容易转换为流动资产。事实上,田纳西煤钢公司股票的市场规模很小,仅有包括莫尔—谢莉公司的合伙人格兰特·B.谢莉(Grant B. Schley)在内的少数几个投资者拥有这种证券。数月来,谢莉和他的小投资群体人为地支撑着田纳西煤钢公司的股票价格。因此,尽管一段时间来股票交易稳定在每股 130 美元的价格水平,如果银行处理掉股票,那么在大买家出现之前,股票价格可能至少跌掉 50 美元或 60 美元。到了那时,不仅莫尔—谢莉公司,而且持有作为莫尔—谢莉公司贷款抵押物的田纳西煤钢公司股票的众多其他机构,都将陷入严重的困境。

J.P.摩根对出现这样的事情表现出严重的关切。"事情很严重,"他说,"如果莫尔—谢莉公司垮了,没有人能够说清楚将对华尔街有什么影响,对纽约的金融机构有什么影响,而且无法说清楚有多少其他经纪公司卷入其中,以及有多少银行将为此承担后果。"[1]摩根迅速委派他的两位得力助手去审查莫尔—谢莉公司的账目,一位是来自 J.P.摩根公司的托马斯·"托尼"·乔伊斯(Thomas "Tommy" Joyce),另一位是来自美国钢铁公司的理查德·"迪克"·特里姆(Richard "Dick" Trimble)。他还要求莫尔—谢莉公司的合伙人格兰特·B.谢莉及其朋友第一国民银行总裁乔治·F.贝克尔的连襟一同参与核查莫尔—谢莉公司的账目。

摩根在他的图书馆里继续召开会议,讨论田纳西煤钢公司的总体情况及其朋友和同僚们尤其是其中的高级银行家们所拥有的莫尔—谢莉公司的贷款规模。拯救这家经纪公司的最简单的办法就是筹集大约2 500万美元的贷款,但是,筹措这个数量的资金不太具有可能性,因为这个机构已经负担了如此高的举债规模。更重要的是,保证金交易低迷,而且债券市场的短期未来前景不被看

---

[1] 维克尔(Wicker),2000,第 96 页。摘自美国众议院斯坦利听证会,1911 年,第 2 卷,第 936 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

好。可是,摩根个人的朋友,代表控制田纳西煤钢公司利益集团的律师刘易斯·凯斯·赖德亚德(Lewis Cass Ledyard),有一个大胆的想法。听了他的大胆的、具有争议的建议,摩根停止了上午的讨论,并且要求立即召开美国钢铁公司财务委员会会议。他告诉美国钢铁公司财务委员会委员们于 14:30 到他的图书馆开会。

多年来,J.P.摩根与美国钢铁公司保持着密切的关系。1901 年,通过联合各家钢铁生产商,包括安德鲁·卡内基(Andrew Carnegie)拥有的广泛业务,摩根、艾尔伯特·H.盖瑞和亨利·克莱·弗瑞克(Henry Clay Frick)创建了美国钢铁公司。到 1907 年,该公司控制了接近 60%的全国钢铁生产能力,成为世界最大的钢铁生产企业和全球最大的公司。尽管近来出现了市场崩溃和持续的金融恐慌,美国钢铁公司依然稳健经营。该公司最近的报告显示,季度收益已经超过 4 380万美元,处于历史上第二个最具营利性的时期,并且公司夸口拥有7 600万美元的现金资源。

艾尔伯特·盖瑞(大家称他为"法官"盖瑞,因为他在伊利诺伊州曾任两届县级法官)是一位机智的首席执行官,而且他对于投资者和储户面对的货币困境有着非常敏锐的洞察。他认识到了他的公司在危机期间可以起到的积极作用,尤其是当"大的商业实体"火烧眉毛的时候。在 10 月 29 日星期二摩根和弗瑞克均参加的美国钢铁公司董事会会议上的讲话中,盖瑞说:

过去一周里有一种让人莫名的兴奋。大体上有一种感觉,就是采取了无厘头的措施,也有了一点向好的变化。如果我们大家尽力而为、尽我们的责任保持事情向着高标准变化,那么,在作为取得最后胜利的必要条件的信心的恢复过程中,我们将大有收益。[1]

为了应对危机,11 月 1 日星期五,该公司宣布了相关计划,向所有雇员仅仅以现金形式支付 20%的工资,其余的以各家银行小额支票的方式支付。"做出这种支付方式的决定,是出于国家银行货币数量有限的事实。"盖瑞法官说。[2]这样做是希望美国钢铁公司通过它的现金控制向金融体系提供更多所需的流动性,要知道,美国钢铁公司每周的工资支付额就高达 300 万美元。

按照摩根的要求,11 月 2 日星期六美国钢铁公司财务委员会委员们在摩根

[1] *New York Times*, October 30, 1907, p. 3.
[2] *New York Times*, November 3, 1907, p. 3.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的图书馆出席会议，法官盖瑞和亨利·弗瑞克都出席了会议，同时，莫尔—谢莉公司的律师们集结在相邻的一个房间里。田纳西煤钢公司的大律师、摩根的朋友刘易斯·凯斯·赖德亚德在上午的会议上已经向摩根提出了建议，认为如果考虑收购田纳西煤炭钢铁与铁路公司，也许美国钢铁公司可以拯救莫尔—谢莉公司。隔壁房间里的律师们立即送来了关于田纳西煤钢公司的报告和资料，美国钢铁公司财务委员会的委员们研究了一个小时。

田纳西煤炭钢铁与铁路公司是一家独立的钢铁生产企业，基地位于阿拉巴马州的北部地区。该公司拥有阿拉巴马、田纳西和佐治亚的煤炭和钢铁资产。到 1907 年，公司拥有大约 8 亿吨的铁矿石资源和 20 亿吨的煤炭资源，还有石灰石、白云石储备以及钢铁生产必需的其他原材料。更为重要的是，公司的铁矿区位于其高炉和熔炉 25 英里的范围内，文学化的说法，就是“坐在原材料上的炼钢厂”[1]，多数北部钢铁厂都不具备这样的地理优势。基于这样的明显优势，据一些人估计，田纳西煤钢公司将引领合并分散的南部钢铁生产企业的运动，而且被认为是美国钢铁公司最重要的潜在竞争对手。作为该公司不断增强的影响力的证明，我们看到，在金融恐慌发生前不久，田纳西煤钢公司得到了一份150 000吨钢轨的订单，该订单来自 E.H.哈里曼控制的铁路公司，这份订单将属于美国钢铁公司。

田纳西煤炭钢铁与铁路公司是 1896 年构成道—琼斯工业平均指数的最初 12 家公司之一。从那时起，在华尔街这家公司的股票就变得炙手可热，后来，管理不善和不法行为的传言常常出现在报端。“扒粪”记者艾达·塔贝尔(Ida Tarbell)报道称，田纳西煤钢公司用借来的资金定期发放红利。“至于说挣钱，”塔贝尔说，“资深人士告诉我，公司的商店是获利的唯一一个部门！”[2]1906 年，包括格兰特·B.谢莉在内的一个辛迪加接管了田纳西煤钢公司。[3] 这些新的所有者计划重新振兴公司的工厂，但是，这些计划和其他的投资项目耗尽了公司的资源。到了 1907 年，公司的活期债务达到 400 万美元，其中的 150 万美元债务即将到期，需要偿还。

尽管田纳西煤钢公司拥有庞大的资产，但是，亨利·弗瑞克还是坚决反对美

[1] Cotter (1916), p.71.
[2] Tarbell (1933), p.197.
[3] 田纳西煤钢公司被收购以后，所有者包括奥克利·托尼，他是苦苦挣扎的美国信托公司总裁。事实上，到了 1907 年，美国信托公司拥有田纳西煤钢公司的股票价值大约为 64 万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国钢铁公司收购田纳西煤钢公司。他确信该公司是无效率的公司，而且由于生产成本太高而无法成功地实现与美国钢铁公司的一体化。更重要的是，由于田纳西煤钢公司铁矿石的高磷含量，所生产出来的钢铁通常都是低品位的。摩根不同意他的看法，摩根说，他认为该公司的煤炭和铁矿至少与公司的资本等值。即使如此，艾尔波特・盖瑞也表示了悲观看法，特别是因为他已经了解了莫尔—谢莉公司和田纳西煤钢公司的情况。在金融恐慌刚刚开始的时候，莫尔—谢莉公司就找到盖瑞本人，提出贷款请求，并且，他已经用 120 万美元美国钢铁公司的黄金债券交换了 200 万美元田纳西煤钢公司的股票——目前其价值远远低于他所付的价值。因此，盖瑞本人和他的公司不愿意救助莫尔—谢莉公司和田纳西煤钢公司。

最后，在漫长的讨论之后，美国钢铁公司财务委员会投票做出支持莫尔—谢莉公司的两个选项。要么以股票作为抵押，他们同意向莫尔—谢莉公司提供 500 万美元贷款；要么美国钢铁公司按照每股 90 美元的价格，以现金购买田纳西煤钢公司股票并达到对该公司的控制权。然而，没有哪一项方案能够足以同时拯救莫尔—谢莉公司和田纳西煤钢公司。一两个小时之后，格兰特・B.谢莉告诉乔治・博金斯，请他告知摩根，他的公司不能接受所提出的条件。会议终究没能够达成协议，于是，在 19:00 终止了会议。赫尔伯特・萨特利报告称，这天摩根没有了他习惯性的打盹，也没有玩单人骨牌游戏，原因是，摩根忙着解决另一次危机，这次危机正在酝酿之中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 17 章 时髦的美第奇家族

那一夜将不会出现任何错误举动。

(J.P.摩根)做了曲终人散的着意安排。[1]

——小詹姆士·斯特朗的回忆

银行家信托公司

在摩根于星期六上午考虑莫尔—谢莉公司的问题以及如何处置田纳西煤炭钢铁与铁路公司时,纽约交易所保持着通常的平静状态,一如往常,于中午闭市,无任何特别的活动。这天一大早,州银行检察官发布了每周银行公报,报告中糟糕的情况被隐藏了起来,并对媒体隐瞒了情况。信托公司最严峻的困境即将出现。美国信托公司和林肯信托公司的情况仍继续恶化。由于持续的挤兑,人们谈论着,星期一两家公司或其中的一家公司将再度停业。目前贷放给信托公司的资金将不足以应对局势,储户仍然对自己安全没有信心。信托公司的危机再次迎面而来。这一次,J.P.摩根不会提供任何解决方案。他决定,是时候让其他人出面了。

多日来,J.P.摩根的合伙人乔治·W.博金斯试图从信托公司那里得到一份

〔1〕 斯特朗,1924 年,写给托马斯·W. 雷蒙特 22 页的信,本杰明·斯特朗文档,联邦储备银行纽约分行,纽约。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

关于其财务状况的完整报表，但是，他“并没有得到令人满意的报表”。[1] 信托公司会用次日提供的简单的推托方法，因为次日是星期日，以及 11 月 5 日星期二，那将是选举日，也是银行业的休假日。但是，那时博金斯已经感到银行和信托公司的问题必须得到解决，这是关键的问题。否则，“任何进一步的努力都将是没有用的，而且他们将不得不关门”。[2] 他指派了两个独立的审查委员会去核实美国信托公司和林肯信托公司的财务状况。

在调查者中，他指派了小詹姆士·斯特朗审查信托公司的财务状况。小詹姆士·斯特朗是银行家信托公司的副总裁，后来，他描述他的工作状态说，为了完成任务，他“没有睡觉，也没有离开过大楼”。[3] 到了 11 月 2 日星期六21:00，斯特朗在摩根的图书馆报告了他关于处于困境的信托公司的最终评估。当他到达大楼时，四五十人已经到了，并正在讨论酝酿中的危机以及星期一将面临的各种困境。他记得，清算所成员银行的总裁们集中在图书馆西边的房间，而信托公司的代表们集中在图书馆东边的房间。摩根、法官盖瑞、亨利·弗瑞克、刘易斯·凯斯·赖德亚德以及其他一些人在大楼过道边摩根图书馆的办公室里休息，他们持“中立立场”。[4]

“知晓田纳西煤钢公司的情况后，”斯特朗说，“我感到满意，因为有些事情搞错了。”[5]创立银行家信托公司的亨利·P.“哈里”·戴维森告诉斯特朗说，摩根已经确信，除了解决莫尔—谢莉公司问题已经估计到的2 500万美元，需要2 500万美元应对所有信托公司的问题。（“在那些日子里，与现在我们已经司空见惯的数目相比，5 000 万美元确实是一个大数目。”在 1924 年，斯特朗写道。[6]）在他的图书馆办公室里，摩根最后向他的顾问们宣布，当且仅当信托公司的高管们确定了他们的弱不禁风的兄弟们所需时，他同意承担解决莫尔—谢莉公司困难的责任。

在接下来的几个小时里，斯特朗报告称，除了银行高官们“东拉西扯的谈话”

---

[1] 关于博金斯的记录见克罗塞尔(1933 年)。未公开手稿。
[2] 关于博金斯的记录见克罗塞尔(1933 年)。未公开手稿。
[3] 斯特朗，1924 年，写给托马斯·W.来蒙特 22 页的信，本杰明·斯特朗文档，联邦储备银行纽约分行，纽约。
[4] Satterlee(1939)，p.485.
[5] 斯特朗，1924 年，写给托马斯·W.雷蒙特 22 页的信，本杰明·斯特朗文档，联邦储备银行纽约分行，纽约。
[6] 斯特朗，1924 年，写给托马斯·W.雷蒙特 22 页的信，本杰明·斯特朗文档，联邦储备银行纽约分行，纽约。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

外,无所事事。[1] 摩根的另一位助手托马斯·W.雷蒙特(Thomas W.Lamont)也参加了这次银行家全体会议,并且,在现在看来著名的图书馆会议上,他对那天夜里看到的情形做了富有同感的描述:

对于焦虑的银行家们来说,那个不协调的会议场所令人难以想象:在一个房间里,墙上挂着时尚而华丽的织锦,柜子里装满了珍藏版的《圣经》和装饰精美的中世纪手稿;在另一个房间里,收藏了文艺复兴早期大师卡斯特加诺(Castagno)、吉尔兰戴伊奥(Ghirlandaio)、佩鲁基诺(Perugino)的作品,这里,我提到的只是其中的几位大师,此外还有巨大的开放式壁炉,半开的房门正对着安全存放原始手稿的圣殿。而且,如果像我所说的,一群焦急的银行家应当太焦急而不可能坐下来闲谈,他们在16世纪意大利艺术风格的背景下,穿过长长的大理石门庭,来回于高耸的房间里,等待着时髦的美第奇家族的重大决定。[2]

最后,大约在午夜,农场主贷款和信托公司总裁埃德文·S.马斯顿(Edwin S. Marston)离开了西边房间里的信托公司执行官们,去见J.P.摩根。在同摩根会面了一个小时之后,马斯顿——"表情非常严肃"[3]——回到了房间并告诉信托公司的总裁们,摩根告诉了他另一个严重的情况,对此,他说他不能多说。摩根告诉他,问题是再获得2 500万美元,并且,他正在寻求解决方案。但是,摩根非常关注信托公司存在的问题以及在其他方面可能呈现出来的风险。"摩根先生当然不愿意处理其他事务(比如拯救莫尔—谢莉公司),"斯特朗说,"银行业彻底崩溃的可能性将使他的努力变成一场空。"[4]显然,这种声明意味着摩根将把信托公司的问题留给信托公司的总裁们。这一次,他拒绝成为他们的救星,这将把银行家们推进一个惊慌失措的境地。

在接踵而至的辩论过程中,斯特朗在靠近国民银行总裁詹姆士·斯蒂尔曼的起居室椅子上打了个盹。"我记得,他问我上次上床睡觉的时间,"斯特朗说,"当我告诉他是上周四的夜里时,他说即使我回家睡觉,国家也不会毁灭。"[5]最

[1] 斯特朗,1924年,写给托马斯·W.雷蒙特22页的信,本杰明·斯特朗文档,联邦储备银行纽约分行,纽约。
[2] Lamont(1975),p.81.
[3] 斯特朗,1924年,写给托马斯·W.雷蒙特22页的信,本杰明·斯特朗文档,联邦储备银行纽约分行,纽约。
[4] 斯特朗,1924年,写给托马斯·W.雷蒙特22页的信,本杰明·斯特朗文档,联邦储备银行纽约分行,纽约。
[5] 斯特朗,1924年,写给托马斯·W.雷蒙特22页的信,本杰明·斯特朗文档,联邦储备银行纽约分行,纽约。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

终,凌晨3:00,集中起来的银行和信托公司的高管们准备听取詹姆士·斯特朗关于信托公司的全面报告。到这个时候,大约有120人参加会议。会场外面,一群记者等待着发布会议的消息,但是,整个夜里仍保守着秘密,一直到次日上午。

在会议室里,斯特朗向信托公司总裁们保证,美国信托公司是具有清偿能力的。基于所拥有的200万美元的股票,公司拥有足够的资产及时向储户提供给付。乔治·博金斯组建的另一个委员会报告称,林肯信托公司向储户给付能力缺口至少为100万美元。在对报告进行了总结之后,斯特朗率先离开了大楼。当他走到大门时,他发现图书馆已经上锁了。“真实的情况是,摩根先生把这些人聚集起来处理危险的情势,让人把图书馆的大门上了锁,而钥匙就在他的口袋里。”斯特朗写道。[1] 尽管摩根并不常常直接参与到协商中去,但是,显然,他对银行家们展现出了强大的控制力。“摩根先生谨慎行事,”萨特利写道,“他要的是,在每一个人离开大楼之前,要把情况搞清楚。”[2]

到了这个时候,摩根本人加入讨论中。他指着联合信托公司总裁爱德华·金,曾被指定为信托公司总裁的非官方领袖人物。摩根告诉他,现在他们必须采取行动,他们必须提供2 500万美元贷款用来支持美国信托公司,否则,“大厦将倾,他们自己也会被埋葬”。[3] 他又告诉他们,信托公司的股票可以担保他们的贷款,并且,清算所成员银行也将在其他方面给予关照。

尽管摩根直接告诉信托公司总裁们,“照管好他们自己的事情”是他们义不容辞的责任[4],但是,他们对于采取行动仍然犹豫不决。他们声称,没有董事会决议,他们没有权力承诺他们的机构承担如此重大的义务。他们还相信,为了艰难地渡过困扰着他们的金融风暴,他们主要的责任是保护其资产。摩根理解他们的处境,也对他们表示同情,但是,作为敏锐的金融家,应当理解美国信托公司的倒闭将会出现的深远影响。如果哪日美国信托公司无助,他们就要冒着整个银行系统崩溃的风险。“情势绝不可进一步失去控制了,”雷蒙特说,“美国信托公司必须被救助。”[5]

---

[1] 斯特朗,1924年,写给托马斯·W.雷蒙特22页的信,本杰明·斯特朗文档,联邦储备银行纽约分行,纽约。
[2] Satterlee (1939), p. 485.
[3] Lamont (1975), p. 81.
[4] Lamont (1975), p. 82.
[5] Lamont (1975), p. 82.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

SAN FRANCISCO DOOMED

EXTRA Oakland Tribune. EXTRA

OAKLAND, CALIFORNIA, WEDNESDAY EVENING APRIL 18, 1906

GREAT EARTHQUAKE!

DEATH AND DESTRUCTION SWEEP THE BAY CITIES!

HUNDREDS DIE IN RUINS!

TO THE PEOPLE: FIVE ARE KILLED

Five people were killed in the Empire Building on Twelfth Street, near Broadway.

The dead are:

STANFORD BUILDINGS DOWN

THE CALL IS BURNING

BUNKERS IN BAY

REMOVING THE DEBRIS

KILLS HEAD OF ASYLUM

MINISTER IN DANGER

SHEDS ARE DESTROYED

MAYOR MOTT APPEALS TO THE PEOPLE

FRANK K. MOTT, MAYOR.

资料来源:复印件,经 NewspaperARCHIVE.com 许可。

1906 年 4 月 18 日《奥克兰公报》(*Oakland Tribune*,加利福尼亚)

头版头条标题报道了旧金山毁灭性的地震

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



资料来源:复印件,经布朗兄弟(Brown Brother)许可,谢林公司,PA18463。www.brownbrothersusa.com。

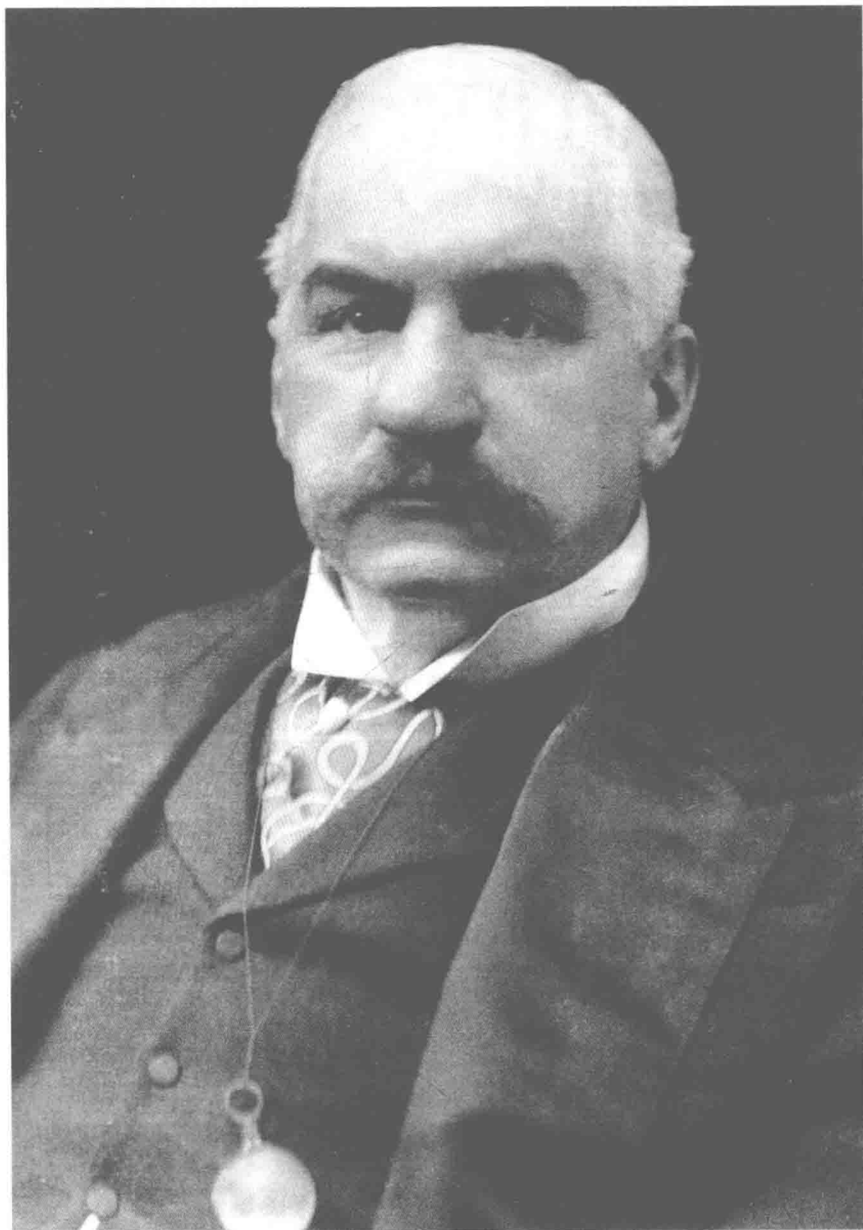
纽约人信托公司总裁查尔斯·T.巴尔内



资料来源:复印件,经布朗兄弟许可,谢林公司,PA18463。www.brownbrothersusa.com。

商人国民银行总裁 F. 奥古斯塔斯·海因兹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



资料来源：复印件，经布朗兄弟许可，谢林公司，PA18463。www.brownbrothersusa.com。

J. 皮尔庞特·摩根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



资料来源：历史照片公司(Picture History)准许使用。

西奥多·罗斯福，美国总统(1901～1909年)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



资料来源:历史照片公司准许使用。

美国财政部部长乔治·B. 科特柳



资料来源:复印件,经布朗兄弟许可,谢林公司,PA18463。www.brownbrothersusa.com。

第一国民银行总裁乔治·F.贝克尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



资料来源：复印件，经布朗兄弟许可，谢林公司，PA18463。www.brownbrothersusa.com。

国民城市银行总裁詹姆士·斯蒂尔曼



资料来源：复印件，经布朗兄弟许可，谢林公司，PA18463。www.brownbrothersusa.com。

J.P.摩根公司合伙人乔治·W.博金斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



资料来源:复印件,经布朗兄弟许可,谢林公司,PA18463。www.brownbrothersusa.com

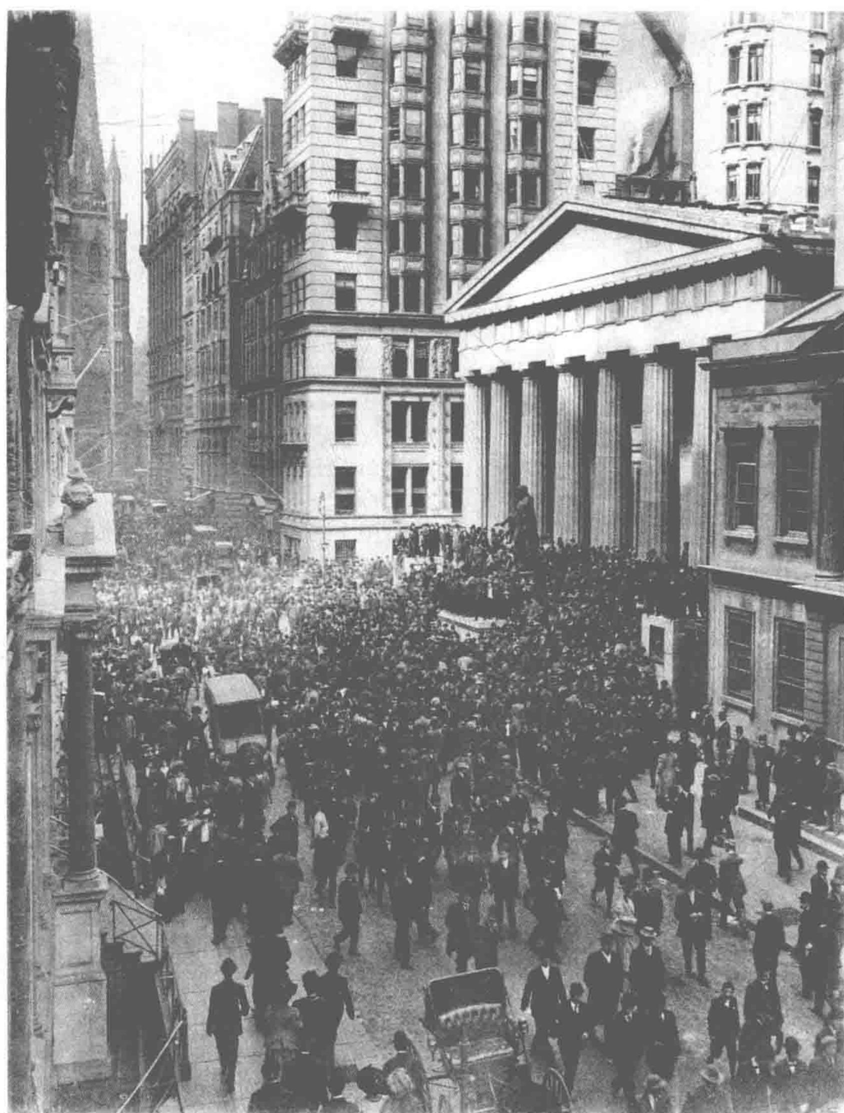
1907 年 10 月 17 日上午 9:00 在位于中心城区的纽约人信托公司办公楼前储户排起的队列



资料来源:复印件,经布朗兄弟许可,谢林公司,PA18463。www.brownbrothersusa.com。

1907 年 10 月林肯信托公司门前的储户与信差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



资料来源：复印件，经布朗兄弟许可，谢林公司，PA18463。www.brownbrother-susa.com。

1907年10月美国联邦财政部纽约分部大楼前出现的恐慌场面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



资料来源：复印件，经布朗兄弟许可，谢林公司，PA18463。www.brownbrothersusa.com。

1912 年 12 月 J.P.摩根在华盛顿特区举行的普若委员会(Pujo Committee)听证会上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

几名律师出现了，他们已经准备了一份关于2 500万美元贷款的简单协议。关于可能来自信托公司董事会的反对意见，摩根告诉聚集起来的总裁们，他相信他们的董事会会批准那天在那里所做出的决定。摩根清醒地认识到他个人担保的力量将达到这样的效果。有一名律师大声向银行家们宣读了协议，然后，他将协议放在桌子上。摩根"邀约式地"将手指向协议文本。

"协议在这里，先生们。"摩根说。

他等了片刻，接着拍了拍他的朋友爱德华·金的肩膀，鼓励他到前面签字。

"这里，金，笔在这里。"摩根一边说，一边将一支笔放到了联合信托公司总裁的手里。

金签了字，房间里的其他信托公司的每一位总裁跟着签字。[1]

[1] Lamont (1975), p. 82.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第18章　迅速且意义深远的救助

一旦明白了恰当的理由，他们必然会出面应对。我只是尽我所能，与他们共负使命。[1]

——J.皮尔庞特·摩根，1907年11月3日

当1907年11月3日星期天早晨纽约城市上空太阳升起的时候，摩根的图书馆铜大门终于打开了。在银行家们向J.P.摩根做出他们每一位都认可新的货币池以便支持羸弱的信托公司的充分保证之后，他们被允许回家了。在银行家们纷纷离开的时候，纽约第一国民银行总裁乔治·F.贝克尔和代表田纳西煤炭钢铁与铁路公司辛迪加控股方的律师刘易斯·凯斯·赖德亚德留了下来，与摩根说了几句话。“你看上去很劳累。”摩根大声对刘易斯·凯斯·赖德亚德说。至少从星期六上午以来，他们在图书馆的会议就一直进行着。“回家吧，好好地休息一夜，”摩根补充道，“但是，上午9:00准时回到这里！”[2]而那时已经是上午5:00。

尽管在摩根的图书馆里摩根已经启动了关乎前景的讨论会，在图书馆外面聚集了纽约各大报纸的记者，而绝大部分公众仍被蒙在鼓里。没有发布任何声

[1] Tarbell (1933), pp. 199—200.
[2] Satterlee (1939), p. 486.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

明,记者们只是被告知金融家们正在讨论总体金融形势。这显然是不够的。“从谈论的情势来看,情况是显然让人非常震惊的,”参加了整夜会议的乔治·W.博金斯观察道,“股票的卖出价格比星期六收盘价格下跌了1~2个点。各种各样的谣言四起。到了中午,情况大白于天下,星期一莫尔—谢莉公司的倒闭以及林肯信托公司的关闭带来了普遍的忧虑。”[1]各大报纸还报道说,罗斯福总统正在敦促国会召开特别会议颁布对金融机构的监管法案,实施对金融机构的监管。一如往常,博金斯在早餐后去见摩根,他们对图书馆的另一次会议做了安排,本次会议重点关注尚未解决的脆弱的经纪公司的问题,即莫尔—谢莉公司的问题。

这一天,16:30召集了第一次会议。“像往常一样,摩根先生坐在宽敞的西房(West Room)里面对燃烧着木炭火壁炉的扶手椅上。”赫尔伯特·萨特利回忆说。[2] 在摩根的右手边,是一张小桌子,在桌子的另一边坐着纽约市顶级的银行家们和摩根最信得过的顾问们,包括乔治·贝克尔、詹姆士·斯蒂尔曼和乔治·博金斯。当然,格兰特·B.谢莉也在其中,还有艾尔伯特·H.盖瑞、亨利·克莱·弗瑞克以及美国钢铁公司财务委员会的委员。显然,莫尔—谢莉公司于次日停止业务,难以确定数量的经纪公司和其他类型的金融机构也将随之而倒下。在会议中,有几位银行家和财务专家意在拯救莫尔—谢莉公司,他们把这个重要任务推给了J.P.摩根。关于美国钢铁公司收购田纳西煤钢公司的建议,摩根告诉他们:

> 我已经做了我所能够做的事情。对这个事情的关注程度,我给予从未有过的重视。在这次金融恐慌中,我认为,这是我们遇到的最严峻的事情,但是,我不能强迫钢铁公司接受这个资产。我希望他们会这样做,但是,即使我可以,我想我也没有权力迫使他们或强加给他们。一旦明白了恰当的理由,他们必然会出面应对。我只是尽我所能,与他们一起共负使命。[3]

盖瑞和弗瑞克依然强烈地反对收购计划。他们认为,美国钢铁公司不需要一项无价值的投资,而且,他们担心这样一家联合体会让他们的公司遭到有意创造钢铁市场领域的垄断地位的谴责。那时,美国钢铁公司控制着全国接近2/3的钢铁生产能力。到了傍晚时分,这个问题还没有得到解决,美国钢铁公司的经

---

[1] 关于博金斯的记录见克罗塞尔(1933),未公开手稿。
[2] Satterlee (1939), p. 486.
[3] Tarbell (1933), pp. 199—200.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

理们计划于当夜在图书馆再次聚集起来开会。

晚餐后,摩根会见了汤米·乔伊斯(Tommy Joyce)和迪克·特里姆(Dick Trimble),他们在前天受其委派对莫尔—谢莉公司的账目进行了深度审查。在远远超过24小时的连续工作之后,在图书馆私下里他们将其发现向摩根、贝克尔和斯蒂尔曼汇报。摩根问乔伊斯,估计需要多少货币才能避免莫尔—谢莉公司的毁灭。“大约是1 700万美元,也许是1 800万美元,先生。”乔伊斯回答道。[1] 于是,摩根提出他们三人——他本人、贝克尔和斯蒂尔曼——必须马上筹措这笔钱。他宣布他承担1/3,并建议贝克尔和斯蒂尔曼提供1 800万美元中余下的部分,在美国钢铁公司代替他们承担这笔资金之前,这笔资金由他们的银行承担。虽然斯蒂尔曼并不乐意,但是,贝克尔立即同意了摩根的计划。

“为什么?你没有花时间研究那些数字(就做出决定)!”斯蒂尔曼说。

“好了,我懂你。”摩根回答道。他把报纸递给乔伊斯,报纸上尽是一些总结性的讨论。勉勉强强地,斯蒂尔曼同意了。[2]

这天较早的时候,乔治·博金斯会晤了莫尔—谢莉公司的格兰特·B. 谢莉和田纳西煤炭钢铁与铁路公司总裁约翰·B.桃平(John B. Topping),确定田纳西煤钢公司的真实情形。那时,即星期日晚上,在摩根图书馆会议室里美国钢铁公司董事会成员重新被召集起来,博金斯、谢莉和桃平已经收集了向盖瑞和弗瑞克展示的重要证据,表明田纳西煤钢公司的情况并不像他们想象的那样缺乏能力。特别地,他们说明了该公司已经接近完成新的铁轨生产工厂的建设,新工厂能够保证以比过去更加低廉的成本制造铁轨,这在过去是不可能的。另外,美国钢铁公司的经理们还讨论了收购这家公司的相关计划。

最终,美国钢铁公司财务委员会同意用一个新的计划收购田纳西煤钢公司。美国钢铁公司将购买该公司大部分资产,但是,像最早的建议那样,不用现金支付。取而代之的是,美国钢铁公司按照平价用自己的债券来交换田纳西煤钢公司的股票。要特别指出的是,美国钢铁公司用来交换的是60年期、年利5%的沉没资金型的黄金债券[3],这种债券每一单的平价为11 904.76美元,交换100股的田纳西煤钢公司的股票,其平价为10 000美元。盖瑞和弗瑞克同意这个方

---

[1] Satterlee (1939), p. 487.
[2] Satterlee (1939), p. 487.
[3] 黄金债券承诺用金币支付回报,而不是用银币或普通的纸币支付回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案,需要它恰好符合三个重要条件:第一,罗斯福政府必须表示不反对收购;第二,这个安排必须从倒闭状态中“毫无疑问地拯救莫尔—谢莉公司”;[1]第三,正式的方案必须将纽约市苦苦挣扎的信托公司考虑在内。

莫尔—谢莉公司的债权人正持有作为莫尔—谢莉公司贷款抵押品的田纳西煤钢公司的股票,而由于受金融危机的影响,这些抵押品的价值已经大幅降低。因此,用田纳西煤钢公司股票交换美国钢铁公司黄金债券的机会具有极大的吸引力。几乎没有任何其他公司能够对银行家、投资者和储户做出如此高的收益保障。另外,既然收购完全通过证券交换来实现,这样的交易不会增大现金需求,也就不会对全国业已紧张的现金资源形成进一步的需求压力。基于这样的安排,格兰特·B.谢莉和莫尔—谢莉公司的其他合伙人也能够用新美国钢铁公司证券去偿付各家银行的债务。莫尔—谢莉公司、大量的经纪公司、银行和信托公司将得以拯救,这一切都不需要现金。接下来的几天里,美国钢铁公司准备召开全体股东大会对建议案实施表决,大会安排在 11 月 6 日星期三。现在,所需要的是罗斯福政府允许这项收购案的发生。

星期日夜里,这项收购案的一般性条款达成了,之后,讨论的焦点转向了这项收购案是否被看成违反 1890 年 7 月 2 日的法案,这项法案通常以《谢尔曼反托拉斯法案》的名称为公众所知晓。这项法案宣布,任何“限制贸易”的商业合并都是不合法的。这项法案不被认真地援引已经有些年头了,但是,在罗斯福总统主政期间,公司管理当局以及美国联邦大法官激进地援引该法案,对他们认为的大公司的反竞争行为提起诉讼。在大规模、大范围使用该法案的背景下,美国钢铁公司显然是他们监督的对象,因而盖瑞和弗瑞克对这样的风险尤其敏感。

“在我们实施这项收购案之前,”盖瑞法官告诉摩根,“我们必须征询罗斯福总统的意见。”

“可是,对此,总统必须做点什么呢?”摩根询问道。

“如果我们这样做,而没有征得政府的认可,”盖瑞继续说,“股票将停止发售,若如此,则得不偿失。他不会说我们可以或不可以收购,但是,既然他主导美国立法部门的取向,我们应该知道他的态度。”

摩根考虑了他的观点,说,“你可以立即走一趟吗?”[2]

---

[1] 关于博金斯的记录见克罗塞尔(1933),未公开手稿。
[2] 摩根和盖瑞完整的意见交换引自塔贝尔(Tarbell,1933:200)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

星期日22:00,法官盖瑞给罗斯福总统的私人秘书威廉姆·劳埃(William Loeb)打电话,要求尽可能早地在星期一上午安排同总统会面。劳埃答应安排会面后,盖瑞的助手立即打电话给在新泽西纽瓦克的费城铁路公司总调度员,告诉他安排仅仅由一个火车头和一节卧铺车厢构成的专列,直达华盛顿特区。铁路线上的所有信号员都得到了指示,有一列只有一节车厢的专列夜间通过。在对星期日图书馆会议讨论的内容归纳总结之后,法官盖瑞和亨利·弗瑞克于午夜乘坐他们的马车离开,赶往新泽西,转乘正在等待他们的私人专列。[1]

到了11月4日星期一上午,发自伦敦的电报已经告知,美国证券的价格正在下跌。如果纽约的股票价格随之下跌,众多经纪人将无法满足保证金交易条件,从而将对类似于困境中的莫尔—谢莉公司的经纪公司施加更大的压力。仅仅睡了几个小时后,70岁高龄的摩根便于上午8:30醒来,等着从华盛顿打来的重要电话。早餐后,他指示乔治·博金斯安排一个人守在他位于街角的办公室里。他说,他应当有一条电话线直通白宫,这样,他们就能够从盖瑞和弗瑞克那里立即听到罗斯福的意见。

盖瑞和弗瑞克于星期一一大早便到达了华盛顿,他们急于尽可能快地见到总统。为了落实摩根的计划,他们必须在上午10:00股票交易开始之前得到罗斯福对田纳西煤钢公司收购案的祝福。他们于上午8:00准时到达白宫,总统的私人秘书威廉姆·劳埃坚决拒绝总统与美国钢铁公司来访者于9:00会面的请求,他说在10:00之前总统不会见任何人。这是美国钢铁公司来访者事先没有料到的,是无法接受的。

“可是,事情重大,”盖瑞请求道,“并且,我想,如果你告诉他弗瑞克先生和我正等待着会面,他会见我们的。”[2]

不一会儿,内务部长詹姆士·加菲尔德(James Garfield)到了。盖瑞和弗瑞克向他倾诉了他们的问题,并说明了他们急于见到总统的原因。加菲尔德马上就把他们的口信带给了总统,于是,罗斯福立即中断了早餐,去会见他们。由于大法官不在华盛顿,罗斯福就要求他的国务卿艾利奥·拉奥特(Elihu Root)与他一同审视这件事情。

[1] Pringle (1931), pp. 441—442.
[2] Tarbell (1933), p. 201.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上午 9:45,劳埃告诉纽约的 J.P.摩根公司待命的人,盖瑞和弗瑞克已经进入白宫,见到了总统。立刻,博金斯就将一项拯救莫尔—谢莉公司和信托公司的计划正在进行之中的消息传递到了华尔街。

在没有进一步消息的情况下,上午 10:00 照常开市。10:15,法官盖瑞从同总统会面的会议室走出来说,罗斯福正在友善地阅读材料,然后,他返回到会谈中。最终,于上午 11:00,盖瑞宣称罗斯福完全赞成建议案。"在股票交易所开市前,我必须马上做出决定,"关于这次会见,罗斯福后来证实道,"对于纽约的情势来说,每一个小时都是至关重要的。"[1]盖瑞引用罗斯福本人的话作为回答:"我相信,在这种形势下,我不愿意反对这项买卖。任何人对此进行批评均是不公正的。"[2]后来,罗斯福写信给他的大法官查尔斯·约瑟夫·波拿巴(Charles Joseph Bonaparte),信中他说明了接受来自纽约商人们请求的原因:

(盖瑞和弗瑞克)认为,在这个时刻阻止恐慌和整个产业被毁掉,关乎他们的利益,也关乎每一个负责任的商人的利益,并且他们愿意从事这笔交易,而这笔交易他们本来是不愿意介入的,之所以愿意,是因为有一些人认为他们最适合在纽约表达自己的决断,而这是阻止毁灭性市场停滞的重要因素。并且,这也是目前已经开始极力挽救局势的纽约最负责任的银行家联合体敦促他们去做的事情。可是,他们明确表示,如果我说不应该这样做,他们就不会做这件事情。我回答说,尽管当然地,我不会建议他们采取所提议的行动,但是,我认为提出任何反对意见都不符合公共义务。[3]

美国钢铁公司收购田纳西煤钢公司新计划的消息让华尔街欢欣鼓舞,众多经纪公司、银行和信托公司得救了。"这项交易形成的救助是迅速的并且是意义深远的,"《商业和金融纪事》认为,"那些在其资产构成中继续持有田纳西煤钢公司股票而清偿能力随时都可能受到损害的机构,通过将股票转换成美国钢铁公司的债券,从而恢复了清偿能力。相应地,现在他们的市场地位不可能受到质疑或者不再成为怀疑的目标。"[4]在前半个小时的交易之后,股票交易价格转而上升,并且在当天接下来的时间里保持着强势上升的趋势。自从各种困境出现以来,这是市场上所见的最好的一天。

---

[1] Pringle (1931), p. 443,引自史丹利委员会,第 1371 页。
[2] Pringle (1931), p. 442.
[3] Morison (1952), no. 4484, p. 831.
[4] *Commercial and Financial Chronicle*, November 9, 1907, p. 1176.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 19 章　峰回路转

由于小石城(阿肯色)的信托公司拒绝为储户的支票兑付现金,10 000名矿工明天将以支票的形式获得工资给付。

——《华盛顿邮报》,1907 年 10 月 30 日

11 月 4 日星期一,从全国金融和政治首府传来的好消息缓解了纽约的担忧,但是,恐慌仍然在美国蔓延,诱发许多城市的银行暂停储户取款。银行延缓取款的举措——银行业恐慌的标志——立即削弱了个人和公司所需要的流动性,导致了度日艰难并扩散了恐惧的气氛。

正如纽约发生的情况那样,许多当地银行清算所发行了清算所贷款权证,用来替代现金。在全国恐慌的最高峰,这种权证的发行量大约为 2.5 亿美元,约占流通中全部货币量的 14%。[1] 由于无法得到现金,个人甚至使用本票来换取商品。在整个国家里,公司和银行依赖各种现金替代品。在奥马哈和圣路易斯,

---

[1] 清算所贷款权证发行量的估算来自凯能(Cannon,1910)。以公众手中全部现金量占比所表示的数量是作者计算出来的结果,分母采用的是 17.84 亿美元,来自弗里德曼和施瓦兹(1963:706)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

城市有轨电车公司从票箱里拿出 5 分镍币或 5 分面值的车票向雇员支付工资。[1] 有些公司发行了保付支票、临时凭证或者欠条(IOUs)。由于银行对收款人存在歧视的情况,距离远的代理银行不具有优势,所以,银行支票作为现金使用往往仅限于当地。这种近似货币的交易手段兑换成金币和纸币时是要打折扣的,反映了人们对银行、公司和个人清偿能力的担忧。没有哪一个地区或主要城市不受到金融恐慌的影响。[2]

一些银行停止储户取款业务的消息激发了全国性的货币囤积浪潮,人们纷纷从银行取出现金,并将现金塞在床垫里,或者把现金放在炉石下面。报告显示,储蓄保险箱的租金"飙升"。[3] 大家都说,在金融恐慌期间大约 3.5 亿美元的储蓄额被人们从美国金融体系中取出。[4] 其中,大量的货币被隐藏起来了——现金囤积的美元数量估计为 2 亿美元[5]至 2.96 亿美元[6]。可以说,如果不是停止取款业务,现金的囤积量将更加巨大。

在金融恐慌期间,农村银行从过去的经验中得到教训——从城市银行提取准备金是相当困难的。[7] 在得知纽约市发生银行挤兑的消息之后的第一时间里,许多农村银行快速取出其在城市银行的储蓄。结果,有些国家或州注册的城市银行的准备金下降到了最低准备金标准以下。

一些人认为,整个情形都是因为丧失了信心而造成的。一些地方协会被组织起来,推动经济活动和就业,比如"阳光运动"(SunShine Movement)和"繁荣联

[1] Horwitz(1990),p.643. 他写道,"在内布拉斯加的奥马哈,一家城市有轨电车公司被迫从票箱中拿出600 000个镍币向工人支付工资。圣路易斯有轨电车公司更早地做了奥马哈的同行所做的事情,当然,更好的做法是向雇员支付 5 分面额的车票,可以用来交换当地商店的支票或商品。几个星期来,车票流转得已经相当广泛,原因是显然的,只要有轨电车公司还在运行,这些车票就具有赎回价值……货币的本质就是普遍接受性。从历史上来看,石头、贝壳、烟草、雪茄和牛都充当过货币。事实上,正如米塞斯指出的,有些物品之所以变成了货币,仅仅是由于'参与商业交易的那些人的实践'使它们成为货币。"

[2] 凯能(1910)指出,采用清算所贷款权证措施的有下列城市:纽约,纽约州;奥古斯塔,乔治亚州;巴尔的摩,马里兰州;巴甫洛,纽约州;坎顿,俄亥俄州;芝加哥,伊利诺伊州;辛辛那提,俄亥俄州;丹佛,科罗拉多州;戴斯莫因斯,艾奥瓦州;底特律,密歇根州;法戈,北达科他州;维因要塞,印第安纳州;大溪谷,密歇根州;哈尔斯堡,宾夕法尼亚州;堪萨斯城,密苏里州;小石城,阿肯色州;洛杉矶,加利福尼亚州;奥马哈,内布拉斯加州;费城,宾夕法尼亚州;波特兰,俄勒冈州;圣约瑟,密苏里州;圣路易斯,密苏里州;圣保罗,明尼苏达州;盐湖城,犹他州;旧金山,加利福尼亚州;三文,乔治亚州;西雅图,华盛顿州;塞奥克斯城,伊利诺伊州; 南湾,印第安纳州;斯波肯,华盛顿州;塔科马,华盛顿州;塔佩卡,堪萨斯州;维琦他,阿拉斯加州;威灵,西弗吉尼亚州。当年的报纸和其他出版物有评论认为,这个名单并没有穷尽所有的城市。

[3] Andrew (1908), p. 294.

[4] Sprague (1908), p. 367.

[5] Sprague (1908), p. 367.

[6] Noyes(1909a),p.188.

[7] Andrew (1908), p. 298.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

盟”(Prosperity League)。他们宣称:“让人们重新回到 12 个月前的商业活动方式,让我们在欢呼声中开始这一切,那么,我们一两天后就会忘掉恐慌。”[1]

为了阻止来日的恐慌,财政部部长科特柳仍继续将美国财政部金库里更多的现金储蓄到几家国民银行。到了 11 月中旬,财政部持有的可动用现金只有 500 万美元了,但是,这有效地扶持了在整个事件过程中受影响较为严重的金融机构。[2] 全国都渴望流动性,故而只能求助于其他来源。银行清算所发行近似于货币的权证以增加现金数量,而且 11 月份大量的黄金进口也开始到岸。

到了 11 月 2 日,至少不完全的[3]停止取款业务行为已经扩大到全国范围,这是 10 月 22 日发生的纽约人信托公司率先停止取款业务做法的快速传染的结果。俄勒冈州、内华达州和加利福尼亚州的州长宣布实施法定假日措施,这样就形成彻底关闭银行的效果。南达科他州、印第安纳州、爱荷华州和俄克拉荷马州批准银行仅有小额现金支付权力,比如仅能支付 10 美元。在支付中,银行采取了差别对待的措施。直觉告诉我们,在拥有准备金的城市,比如纽约、芝加哥和圣保罗—明尼波利斯,银行延缓向美国南部和西部地区关联银行的储蓄汇回业务。

哈佛大学教授奥利弗 · M.W.斯普拉格(Oliver M.W.Sprague)在 1908 年所写的著述中认为:“银行的取款远远不只是令人沮丧,它们已经进入了致命的、丧失信用的停业路径,它们根据自己的判断向储户给付。”[4]在纽约,贷款和储蓄的丧失集中表现于信托公司。[5] 事实上,由于银行是清算所会员,故而需要保留现金,然而,银行的获利主要是通过向信托公司贷款来实现的。[6] 11 月份,纽约银行获得了可以向美国各地汇付的大量的现金,因而导致了斯普拉格对这些银行停止支付业务的嘲讽。斯普拉格总结道:“纽约的银行行为充分证明了,他们完全没有履行作为国家中央储备银行的职责。”[7]多年后,经济学家米尔顿 · 弗里德曼和安娜 · 施瓦茨(Anna Schwartz)做出了更加温和的判定,他们认为,纽约快速停止支付的做法“是一种疗法,确实避免了更加严重的紧缩,也避免

---

[1] Noyes (1909a), p. 211.
[2] 美国财政部,1908 年,第 19 页。
[3] Sprague (1908), p. 364.他指出,停止取款业务的程度无法准确界定。
[4] Sprague (1908), p. 365.
[5] Tallman and Moen (1990), p. 61.
[6] Donaldson (1993), p. 87.
[7] Sprague (1908), p. 365.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了更严重的延期支付情况的发生"[1],这样做,减少了银行倒闭,避免了全面萧条(如1929～1933年的大萧条),并且使货币存量的下降达到了最小化。[2] 在这次金融恐慌中,6 412家银行中仅仅有6家银行倒闭[3],少于美国银行业发展历史中任何一次金融恐慌中银行倒闭的数量。

完成了午夜出发面见罗斯福的任务,艾尔伯特·盖瑞和亨利·弗瑞克于11月4日星期一回到纽约,危机气氛几乎立即消散。"出现了向好的巨大变化,终于我们拥有了每个人都充满希望的一天,人们纷纷谈论着,破产和倒闭的情况终结了。"[4]乔治·博金斯说。在接下来的几天乃至几周里,采取了对于这座城市沮丧的银行家、投资者和储户的救助措施,这一系列迅速发生的事情最终终结了纽约市的金融危机。

11月5日星期二,市场一片平静,这一天是州选举日和地方竞选日,也是银行休假日。那天晚上,在摩根的图书馆里,美国钢铁公司财务委员会正式批准了与罗斯福讨论的计划,即收购田纳西煤炭钢铁与铁路公司的计划。向媒体进行官方宣布大约在凌晨3:00,得到了异常积极的反响。承担本收购案证券转换代理机构角色的J.P.摩根公司最终将大于3.56亿美元的美国钢铁公司债券转换成田纳西煤钢公司的股票,从而拯救了莫尔—谢莉公司。市场的反应是乐观的,这是他们数周来取得的首次收获。

次日,即11月6日星期三,J.P.摩根、乔治·博金斯和詹姆士·斯蒂尔曼做出了一个新的计划,旨在终结信托公司的持续挤兑现象。他们要求美国信托公司和林肯信托公司拿出其证券的66%,放在以摩根为名的受托人手里。为了满足他们的日常现金需求,摩根公司可以运用这些资产作抵押向信托公司辛迪加寻求贷款。摩根还要求一定百分比的信托公司的储蓄在60～90天内不能提取。这一计划立即产生了效果。"星期二,美国信托公司和林肯信托公司便能够满足其储户的需求,"《商业和金融纪事》报道称,"而且,人们认为,事实上昨天对两家公司的挤兑已经停止。"[5]最终,通过这样的安排,美国信托公司和林肯信托公司分别获得了1 500万美元和500万美元的资金。

---

[1] Friedman and Schwartz (1963), p. 163.
[2] Friedman and Schwartz (1963), p. 167.
[3] Calomiris and Gorton (1991), p.150。
[4] 关于博金斯的记录见克罗塞尔(1933),未公开手稿。
[5] *Commercial and Financial Chronicle*, November 9, 1907, p. 1177.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在接下来的一周里,罗斯福总统对这些有益的举措进一步做出了贡献。罗斯福发表声明说,危机已经过去,并宣布召开国会特别会议以应对当前局势已经没有必要了,因为现有的监管措施已经足够了。公众也了解到从英国利物浦运来的超过1 240万美元的黄金已经到岸,装运黄金的是“卢西特尼亚号”(Lusitania)皇家游轮——“最豪华的游轮,曾是穿行于大西洋单一航线上的游轮”[1]。从欧洲运抵美国的黄金总量超过2 100万美元。

到 11 月中旬,为了应对危机,美国财政部实质上已经耗尽了现金持有量。但是,她达到了另一个战略目标,即实现了提振信心的效果。11 月 19 日,财政部向国民银行定向发行了大约4 000万美元的黄金债券——表面上看,这是为正在进行的巴拿马运河建设项目融资。通过购买这些债券,银行可以将它们用作追加银行券流转的基础,因而进一步缓解流动性不足的问题。甚至有报告指出,有人已经努力构建了一个储户委员会,以便重新起动纽约人信托公司。在未来的数月里,纽约人信托公司将重获新生,当然,这不是卷入 F.奥古斯塔斯·海因兹和查尔斯·W.摩尔斯计划的纽约人信托公司前总裁查尔斯·T.巴尔内于1907 年 11 月 14 日在位于中央公园大街的寓所里自杀之前的事情。

〔1〕 *New York Times*, November 9, 1907, p. 2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第20章　涟漪效应

确信他在纽约人信托公司的账户损失了20 000美元，因忧伤，芒特弗农的瓦伦提纳·哈耶达尔(Valentine Hayerdahl)先生在位于切斯特山里奇大道53号的家中自杀，枪击大脑而毙命。哈耶达尔先生过去是纽约哈维兰瓷器公司(Haviland China Company)的销售员，不久前辞职，自己经商。哈耶达尔先生的每一分钱都储存在纽约人信托公司。他告诉他的几位朋友说，他相信他一生所得都化为了泡影。

——《纽约时报》，1907年11月27日

1907年的崩溃和恐慌对于市场、政府乃至全美国和全世界人们的生活都产生了巨大的影响。商品价格下跌了21%，本质上消除了1904～1907年的全部增长成果。[1] 工业生产水平的下降程度大于1907年之前美国任何一次危机中的下降程度。[2] 11月份宣布破产导致的美元亏损总量就已经是前一个年度的47%，这次恐慌导致了1907年之前有史以来第二大破产总量。[3] 12月份铁路行业总收益下降了6%[4]，从1907年5月到1908年6月产值下降了11%，批

[1] Noyes (1909a), p. 207.
[2] Calomiris and Gorton (1991), p. 156.
[3] Calomiris and Gorton (1991), p. 156.
[4] 这些变化情况的详细讨论见斯普拉格(1908:368－371)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

发物价下降了5%,进口收缩了26%。[1] 失业率从2.8%上升到了8%[2],出现了短时间内的失业率惊人提高。1907年的移民数量就已经达到1 200万人,到1909年下降到大约为75万人,直到1910年尚未达到100万人。

《商业和金融纪事》写道:“毫不夸张地说,工业的瘫痪和虚弱状态是这个国家历史上所经历的最严重的状态。”[3]经济学家米尔顿·弗里德曼和安娜·施瓦茨总结说,本次萧条是“五次或六次最严重的萧条之一”。[4] 关于对此次萧条特征的轻描淡写的描述,杰克·摩根在写给伦敦合伙人的信中说:“就我的认识而言,我不认为1907年是一个好年份。”[5]事实上,1907年的美国危机与埃及(1~5月)、汉堡(10月)、智利(10月)、荷兰和热那亚(9月)以及哥本哈根(冬季)的金融危机相关。[6] 当代华尔街观察家亚历山大·达纳·诺伊斯写道:

本案例简单而言是在总体上影响了全球的金融危机。在我们的市场恢复之前,世界部分地区已经渡过了艰难的阶段……金融世界的紧张局面是如此严峻,呈现出信用链条断裂的特征,无论如何,信用链条是最脆弱的,或者说,金融紧张程度最大。毫无疑问,埃及和智利的市场信用链条处于最脆弱的阶段,纽约的金融紧张局面达到了无以复加的程度。在纽约,信用总体上已经被摧毁,通货膨胀出现了从未有过的程度。尽管美国拥有巨大的资源,但是,在关联市场的长链条中,他比其他任何一个国家都更加脆弱。[7]

相关的一个案例是1907年的崩溃和恐慌对于墨西哥的影响。墨西哥是一个严重依赖矿产和农产品价格的国家,而且严重依赖来自美国的投资资本。历史学家凯文·卡西尔(Kevin Cahill)指出:

1906年超过5 700万美元的外来投资直接进入墨西哥银行,但是,1907年底资金流入停止了,货币变得稀缺了……外来投资的流失导致墨西哥银行的总资产从1907

---

[1] Noyes (1909a), p. 208.
[2] Cahill (1998), p. 296.
[3] Cahill (1998), p. 296.
[4] Friedman and Schwartz (1963), p. 156.
[5] 小J.P.摩根信札,第5箱,档案号1216,书信集第4号,1908年1月16日~1909年1月28日,摩根图书馆与博物馆。书信的日期为1908年1月16日。
[6] 诺伊斯(1909a),第202—206页,以及金德尔伯格(1977)均提及1907年的恐慌是在外国城市金融不稳定的背景下发生的。在20世纪后期的金融危机研究中已经有了金融危机传染、传播的概念。但是,关于1907年危机的全球传染没有被充分地记录下来。1907年美国黄金的流出与流入对恐慌的影响,在当代和近年来的文献中有了较多的讨论。这种黄金流动(或其他机制)如何导致1907年金融危机的全球传递,尚待进一步研究。
[7] Noyes (1909a), p. 206.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年的3.6亿美元下降到1908年的3.05亿美元……新的银行贷款也下降了……绝大多数的借款人无法偿还他们的贷款。连续两年的信用枯竭阻碍了农业生产,造成商业化的农场主无法偿还他们的债务。更严重的是,共和国里的每一个人都借款购买股票,而且是保证金交易。经济崩溃导致股票价格下跌,众多的这类投资者面临破产。银行无法收回贷款,银行出现了全面的、根本性的困境。[1]

卡西尔指出,墨西哥的金融紧张局面形成了政治后果,恐慌以及接踵而至的萧条孕育了墨西哥革命。"(学者们)认为,由于墨西哥严重依赖外国市场和外国资本,尤其是,严重依赖美国市场和资本,"卡西尔写道,"美国经济萧条波及墨西哥经济。激起社会对于帕尔费里奥·迪亚兹(Porfirio Diaz)政府的普遍不满,这就是激发马德罗派(Maderistas)和其他革命派别于1910年发动起义的因素之一。"[2]

1908年1月,银行最终不再停止取款。[3] 后续的萧条也于1908年6月结束,继之而起的是,接下来的18个月美国经济出现了强劲增长。到1909年后期,股票市场和工业生产已经恢复到恐慌前的水平[见图20.1(a)和20.1(b)],1910年1月进入经济周期中的高涨阶段,此后,经济再次下跌,直至1912年。

除了1907年的突变和焦虑使整个国家备受折磨之外,而且直到第一次世界大战爆发时金融系统才回归到相当稳定的状态,此时,1914年8~11月纽约证券交易所的关闭中断了证券交易。保守主义继而产生。正如我们今天所知道的,在那些严重干预的岁月里,金融体系显著改变。

为了应对1907年流动性枯竭造成的焦虑,1908年5月30日,美国国会通过了《奥德利奇—瑞兰法案》[4]。这个法案规定了一项紧急货币计划,提供了一个基于银行准备金发行货币的方法。法案还创设了国家货币委员会(National Monetary Commission),职责是研究美国金融系统中货币充足性。政治争论接踵而起。[5] 委员会的联合主席分别是参议员尼尔森·W.奥德利奇(Nelson W.

---

[1] Cahill (1998), p. 795.

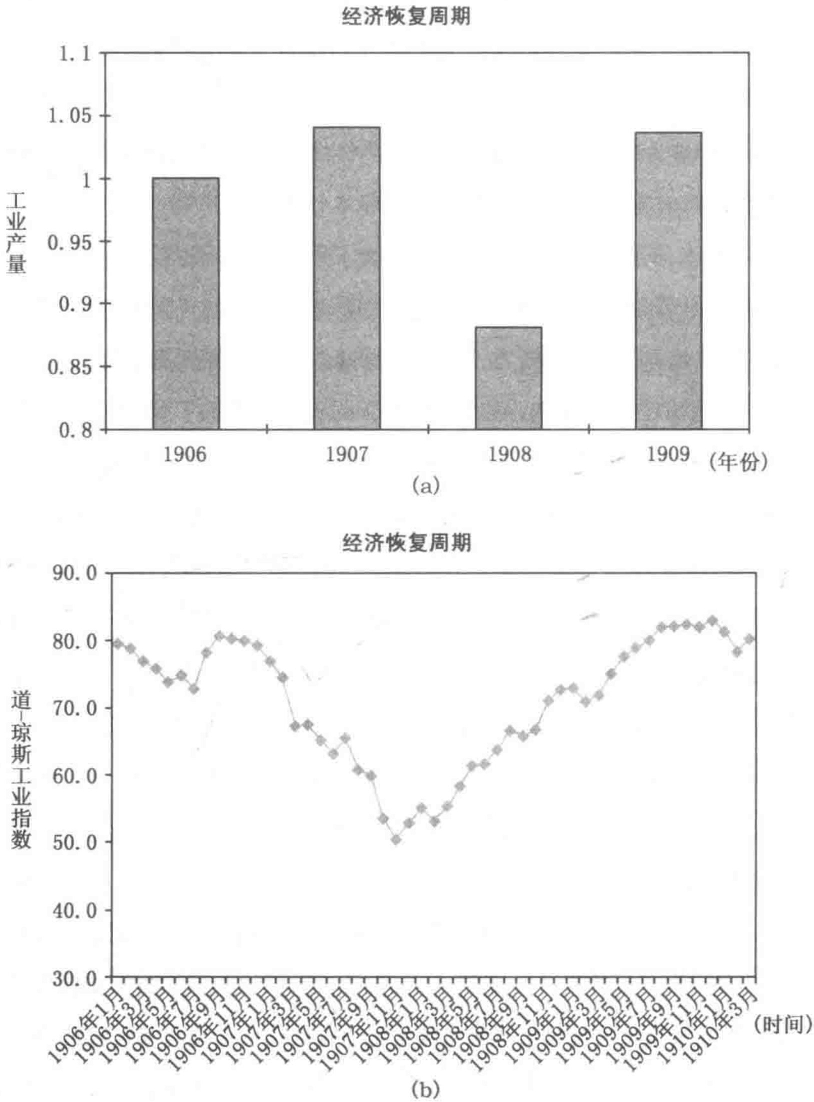
[2] Cahill (1998), p. 795.

[3] Calomiris and Gorton(1991), p.161,他们认为结束停止取款做法的日期是1908年1月4日。弗里德曼和施瓦茨(1963:156)认为,美国财政部于12月恢复现金需求给付,但是,有些银行在此年的1月份仍继续限制现金支付。

[4] Aldrich-Vreeland Act,紧急货币法案。——译者注

[5] 詹姆士·尼尔·普瑞姆(James Neal Primm)著《不可避免的结局:圣路易斯联邦储备银行的建立》(*A Foregone Conclusion: The Founding of the Federal Reserve Bank of St. Louis*)圣路易斯联邦储备银行,1989)一书的第2章给出了关于产生《1913年联邦储备法案》的立法过程的详细的、娱乐性的历史记述。这一章内容可以通过下列网址下载,http://stlouisfed.org\publications\foregone\chapter-two.htm。还可以见之于弗里德曼和施瓦茨(1963:168—173)关于银行改革效果的重要讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



资料来源:作者绘制,基于每月股票价格指数,耶鲁大学卡勒斯基金会(Cowles Foundation)。

图 20.1　经济恢复周期

Aldrich)和众议员爱德华・B.瑞兰(Edward B. Vreeland),老派共和党人与这个金融共同体紧密地联系起来了。民主党人和进步共和党人嘲讽说,委员会将以有利于华尔街的原则设计金融体系。事实上,1910 年 11 月,佐治亚野卡尔岛上的一次金融家和政治家的秘密会议上炮制了一个"国家储备银行"的设计案,并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

形成了国家货币委员会的最终报告，在之后数年里也是如此行事。尽管该报告极其类似于多年前库恩—劳公司合伙人保罗·沃伯格(Paul Warburg)鼓吹的计划，但是，参议员尼尔森·W.奥德利奇宣称这是他设计的。

沃伯格在野卡尔岛上露了面，接着是弗兰克·A.范德利普(Frank A. Vanderlip)，那时，他是国民城市银行总裁，被授权起草这次会议出台的建议。会议的其他参与者分别是A.皮亚特·安德鲁(A.Piatt Andrew，财政部副部长)、亨利·P.戴维森(Henry P. Davison, J.P.摩根公司合伙人)、查尔斯·D.诺顿(Charles D.Norton，纽约第一国民银行总裁)和本杰明·斯特朗(银行家信托公司总裁)。这些摩根、斯蒂尔曼和贝克尔的继承人设计了联邦储备系统。具有讽刺意味的是，尽管伍德罗·威尔逊(Woodrow Wilson)总统、财政部部长卡特·格拉斯(Carter Glass)和民主党人后来宣称因为信用而建立了美联储，但是，美联储作为革新时代一项标志性成就，恰恰是革新者害怕的"货币托拉斯"的孩子。[1]

国家货币委员会于1911年1月11日出版了它的报告。这份24卷的报告核心内容是否定国民银行体系是恐慌和"无弹性"货币的原因，并建议成立"国家储备协会"(National Reserve Association)，以增进银行之间的合作。在鼓吹采纳这项法案的政治巡回演讲中，弗兰克·A.范德利普在芝加哥说："全世界形成了一致的认同，我们既有的银行体系大概是最糟糕的体系。这使我们……受到了国际伤害。"[2]实际上，报告鼓吹的是推翻托马斯·杰弗逊(Thomas Jefferson)总统执政的农业社会视野基础上建立的美国货币体系，逆安德鲁·杰克逊(Andrew Jefferson)总统主张的中央银行之道而行之。

对于奥德利奇和瑞兰来说，遗憾的是1910年的国会选举权回到了民主党手中，民主党成了多数党。委员会的建议激起了关于中央银行独立程度、它的控制和监管以及地理分布结构的辩论。也许，民主党立法者回想起了托马斯·杰弗逊的警告：

我相信，银行机构要比常备军对于我们的自由危害更大。如果美国人民允

---

[1] 讨论可见弗里德曼和施瓦茨(1963:171)，他们采用的一张表来自Paul M. Warburg: *The Federal Reserve System: Its Origins and Growth* (New York: Macmillan, 1930, vol. 1, chapters 8 and 9)。

[2] 弗兰克·A.范德利普的演讲(无日期)，送给芝加哥商业俱乐部的"关于银行业法案的奥德利奇计划"。本书中的参考材料大约来自1911年。使用得到了哥伦比亚大学稀有图书和手稿图书馆的许可。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

许私人银行控制他们的货币发行，那么就会先有通货膨胀，接着就是通货紧缩，在他们身边成长起来的银行和公司将剥夺人民的全部财产，直至他们的父辈征服的这块大陆上他们的孩子们醒来时已经无家可归。[1]

1912年11月，投票人选举伍德罗·威尔逊出任总统。众议院银行委员会(House Banking Committee)主席、众议员卡特·格拉斯拿到了国际货币委员会1912年的报告，并召集了一系列听证会。威尔逊要求格拉斯加快工作进程。格拉斯发现这是一项挑战，就是要事先构建一个支持特别设计案的同盟——银行家和保守派强烈地持有这种观点，威廉姆·杰宁斯·布朗(William Jennings Bryan)就持有这样的观点。布朗是代表农业利益的人民党党员，也是前民主党派的总统参选人，现任威尔逊的国务卿。

1913年12月22日，国会两院均通过了《联邦储备法案》(Federal Reserve Act)。威尔逊立即签署了这项法案。这项法案的管辖范围正如法案的抬头提示的，本法案旨在建立联邦储备银行，实施弹性货币政策，提供商业票据再贴现手段，建立更加富有效率的银行监管体系以及实现其他目标。由财政部部长和农业部部长任主席的一个组织委员会立即着手联邦储备系统的人事安排和组织构建。他们对12个区域划定边界，每一个区域建立一个区域储备银行。银行家信托公司总裁本杰明·斯特朗被任命为第一届纽约联邦储备银行行长。

历史学家罗伯特·韦柏(Robert Wiebe)写道："1907年的恐慌成为(政治)变革的催化剂。极其明显地，它让包括银行家在内的几乎每一个人相信，金融改革势在必行……恐慌释放出了无数个压力包，将本来事不关己、高高挂起的公民变成了积极改革家，从而使更多的人呼吁变革。"[2]事实上，金融恐慌一结束，政治蓝图已经发生了变化：政治同盟被重新构建以及公众心目中的领袖发生了变动。



1907年12月7日，罗斯福总统派出美国"白色舰队"进行环球航行，以彰显美国的世界性势力。具有讽刺意味的是，总统派出舰队环球航行之时，正是他的政治地位的巅峰之时，从此，他的政治地位便开始跌落。1907年末，西奥多·罗斯福就成了一位"跛脚鸭"总统，因为他在1904年竞选时就已经宣布他不寻求下一届连任。他已经备受批评者的谴责。他的批评者称，他同意田纳西煤钢公司

[1] 托马斯·杰斐逊给财政部部长艾尔伯特·盖拉廷(Albert Gallatin)的信件，1802年。
[2] Wiebe (1967), p. 201.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

被美国钢铁公司兼并,是向华尔街利益集团"出卖"利益的行为。国会对此案举行了数次听证会。听证会的结果没有发布,但是,听证会提供了一个自由发表谴责意见的平台,听证会谴责说,金融恐慌实际上是纽约金融家们为了自身利益而策划的。[1] 在他的任期即将结束之时,共和党与改革派不寻常的同盟也开始破裂。继塔夫脱的选举胜出之后,罗斯福花了一年的时间去游历欧洲和非洲(激发了 J.P.摩根举杯祝愿"美国希望每一头'狮子'都能够尽职尽责"[2])。罗斯福的离任并没有弱化他的政治影响力。塔夫脱的政策被证明是令人失望的。

1908 年选举人选举威廉姆·霍华德·塔夫脱(William Howard Taft)任总统。在华盛顿,针对罗斯福政府的激进主义,保守派发起了反击。罗斯福认为,宪法没有明文禁止的,总统都可以做,而塔夫脱则认为,总统只能做宪法明文允许做的事情。[3] 这样的差异说明了保守的共和党和激进的共和党之间的分歧正在加深。1909 年和 1910 年发布的各种公报表明分歧扩大了。1911 年 5 月,最高法院判定标准石油公司和美国烟草公司违反了《谢尔曼法案》,裁定两家公司解散。1911 年秋,塔夫脱的司法部提起针对美国钢铁公司和国际收割机公司的反托拉斯诉讼案。判决美国钢铁公司因收购田纳西煤钢公司而违反了《谢尔曼法案》——在这场诉讼中,塔夫脱谴责了此前罗斯福同意这项收购案。对美国钢铁公司的攻击是欲压垮罗斯福的最后一根稻草[4],因此,罗斯福再次竞争共和党总统竞选提名。

在其他方面,与罗斯福强劲的激进主义相比,塔夫脱政府无所作为。由于对无能的塔夫脱政府无法持续他的激进主义遗产不满,罗斯福首先想到的是拿到 1912 年共和党总统候选人提名。当他无法拿到候选人提名时,他成立了"进步党"——俗称"布尔·姆斯"(Bull Moose)党,罗斯福在毫不气馁的艰苦努力无果后,被迫以自由参选人的身份参加了总统竞选。

1912 年路易斯安那州国会议员阿色涅·普约(Arsene Pujo)发起了对金融界竞争状况的听证会。有观点认为,这些听证会表示了激进共和党对金融高层的极端不满。听证会的目的是确定"货币托拉斯"的存在,一个类似于大产业托

---

〔1〕 我们审阅了那些金融家们的信件、电报、日记、备忘录和其他档案材料,无法为这样的看法提供证据,并且各种"监守自盗"的谴责也无法得到证明。

〔2〕 Brands (1997), p. 646.

〔3〕 Gould (2001), p. 54.古尔德(Gould)提出了这种差别。

〔4〕 Gould (2001), p. 61.他阐明了,正是针对美国钢铁公司的反托拉斯诉讼案,激发了罗斯福于 1912 年再次竞选总统。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

拉斯的集团——比如标准石油公司——形成于19世纪后期。激进共和党担心,通过货币托拉斯的运作,美国的投资资本成为少数寡头谋取利益的工具,并利用这种方式,他们会最终控制整个国家。普约听证会是当代关注"裙带资本主义"和"俱乐部决策"的先驱。[1] 听证会获得了大量的著名金融家提供的证据,包括J.P.摩根在内。调查并没有得到金融家合谋的有力证据,仅仅是一些间接证据——银行和其他金融机构在一些商业活动中紧密合作。

最后,普约的最终报告发现:"在几位金融界领袖之间存在着一个已经建立的、特征明显的利益共同体,通过共同持有股权、互任董事、成为合伙人、联合交易账户和控制银行、信托公司……以及实业公司的其他方式而抱成团,这样极大程度地且快速地将货币和信用的控制权集中在少数几个人的手里。"[2]富有支持力的证据是公司董事矩阵图。调查委员会发现,第一国民银行的高管们在49家公司任董事,这些公司的资本量达到了115亿美元。国民城市银行的高管们任41家公司的董事,资本量达到了105亿美元。J.P.摩根公司的高管们任112家公司的董事,资本量达到225亿美元。在1914年所写的著述中,刘易斯·布兰德斯(Louis Brandeis)估计纽约证券交易所的总市值仅为265亿美元,布兰德斯总结说:

> 凭借着银行家过分的权力发展起来了高度集中的金融系统,其运作高度复杂。由于高度复杂的金融系统,银行家的权力也在不断增长。权力生财富,而财富的增长又为财富和权力的获取提供了新的机会,这些银行家们的业务是庞大的且巨量的,银行家们的服务所得的任何回报都有充分的理由。总体上来看,这为他们带来了巨大的收入,形成了巨额的资本积累……我们必须打倒货币托拉斯,否则,货币托拉斯就会打倒我们。[3]

1912年,激进主义进入了鼎盛时期。那一年,三股势力齐聚总统竞选中,最后民主党胜出,这是自内战以来民主党第二次竞选获胜。伍德罗·威尔逊曾任普林斯顿大学校长,此后,成为怀抱改革理念的新泽西州州长。出任总统后,他举起了进步主义的火炬,并在各个领域采取了重要的举措,这些领域包括金融领域、收入所得税领域、参议员的直选方面、降低关税方面以及建立了联邦贸易

[1] 参见 Dennis K. Berman and Henny Sender, "Probe Brings 'Club Deals' to Fore," *Wall Street Journal*, October 11, 2006, p. C1.
[2] 普约货币托拉斯调查委员会的最终报告,1912年,第129页。
[3] Brandeis (1914),下载网址是,http://library.louisville.edu\law\brandeis\opm-ch1.html。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

委员会。

在1913年之后,由于国家滑入了另一次经济萧条期,进步主义运动开始衰落。由于担心共和党摘取政治果实,威尔逊巧妙地偏向政治右派。到了第一次世界大战爆发后,政治观点变得混乱起来——1914年第一次世界大战爆发时,从7月底到12月初的4个多月时间里,纽约证券交易所被关闭了。[1] 无论如何,这似乎已经实现了各项重大改革。1917年,美国卷入第一次世界大战,战争关乎资源转移,战争可以把人们对于国内事务关注转向对外交政策的关注。在应对战争导致的资源匮乏和应对俄罗斯革命的背景下,由于害怕激进政治势力登上政治舞台,导致了反激进主义法案的出台。

1918年共和党重新获得了国会的控制权。1918年11月11日第一次世界大战结束了,但是,在战争结束前,国会通过了1918年《反间谍法案》(Espionage Act),正式禁止了战时公民自由。无政府主义者用狂欢式的爆炸行动,对压制激进主义者的这项措施和其他措施进行报复。两名无政府主义者被控暴力抢劫和谋杀的萨科(Sacco)和万泽提(Vanzetti)案宣判5天后,无政府主义者在位于华尔街23号J.P.摩根公司新的办公大楼外面引爆了炸弹,死33人,伤400人。[2] 1920年9月16日的爆炸导致了纽约证券交易所关闭了一天,并在建筑物的外立面留下伤痕,这些伤痕即使在一个世纪后的今天仍清晰可见,但是,这些仅仅是对金融共同体工作的干扰。站在美国政治势力左翼的立场上,面对极端左翼的激进主义者发动的暴乱,自由主义者退缩了。随着1919年罗斯福和1924年威尔逊的死亡,进步主义者也就失去了最杰出的战士。

1920年的总统大选时,美国政坛的主导理念已经不再是进步主义。1920年至1932年保守共和党人占据了白宫,并俯瞰一个显著增长的时期。但是,1929年10月的市场崩溃出现了类似于1907年的景象:恐慌、银行倒闭、经济紧缩和呼唤政府干预。

1932年富兰克林·D.罗斯福(Franklin D. Roosevelt)当选总统之后,建立了新的国会,政治钟摆又偏回到积极行动一脉,并采取了综合性的国家干预政策。1933年,国会通过了旨在解决一系列问题的法规,不仅限于人们认为的那个世

---

〔1〕 参见希尔伯(Silber,2006)关于纽约证券交易所被关闭的详细论述。
〔2〕 参见盖格(Gage,2006)关于1920年华尔街23号无政府主义者制造的爆炸案的详细论述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

纪前10年华尔街的问题。由于担心出现20世纪20年代“货币托拉斯”的市场权力滥用，国会通过了1933年的《格拉斯—斯蒂格尔法案》，要求商业银行和投资银行分业经营（该法案还建立了联邦储蓄保险体系，有助于消除银行储户的担忧）。金融机构不再被允许既可以接受储蓄也可以从事证券发行承销业务。这是美国金融市场中最重要的事件，迫使J.P.摩根公司选择业务范围仅限于商业银行业务。摩根公司的合伙人亨利·S.摩根（Henry S.Morgan，J.皮尔庞特·摩根的儿子）带领J.P.摩根公司的几位合伙人组建了一家投资银行，即摩根士丹利。金融服务产业的分业经营一直持续到1999年，1999年国会废除了《格拉斯—斯蒂格尔法案》中规定的商业银行和投资银行分业经营的有关条款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

教训:恰似一场完美风暴的金融危机

由于我们尚未知晓,所以我们受到教育。

——马克·吐温(Mark Twain)[1]

围绕1907年恐慌和崩溃的这场金融危机持续了15个月,即从1906年9月股票市场的最高点到1907年11月股票市场的最低点。在这段时间里,美国公开发行的股票价值下跌了37%(见图L.1),这是19世纪和20世纪最具有破坏性的金融崩溃之一,对每一个产业部门都造成了实质性的影响。这次规模巨大的市场下跌中最显著的部分是与1907年10月和11月银行业恐慌一致的,导致了至少25家银行和17家信托公司倒闭。[2] 1907年的事件表明了两件事:一是金融体系存在严重威胁;二是一小群商业领袖努力采取集体行动以对抗金融威胁。这次危机立即产生了“极其严重”[3]和“异常剧烈”[4]的经济紧缩后果,

[1] Alex Ayres, ed. 2005. *The Wit and Wisdom of Mark Twain*.New York: Harper & Row, p.67.

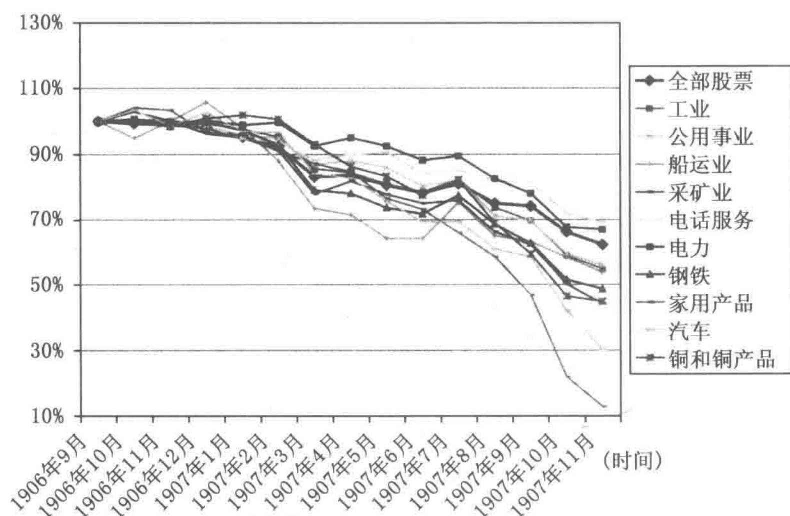
[2] Wicker (2000), pp. 86—87.

[3] Friedman and Schwartz (1963), p. 156.

[4] Noyes (1908), p. 211. 他写道:“关于1908年历史的真实情况是,1907年恐慌之后,贸易、消费和生产的反响是异常强烈的。强劲的恢复是困难的,但是尚未恢复到应有的实际状况。开年时,工业各条线上的商业活动仅相当于前一年同期的28%。到了仲夏时节,仍仅相当于1907年的50%,然而,这还是1月份以来惊人的快速增长。1月1日全国钢铁产量仅为1901年1月1日的45%;11月1日全国钢铁产量只是前一年同期的74%。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

导致了1908年“严重的”经济萧条[1]。



资料来源:作者制图,基于每月股票价格指数,耶鲁大学卡勒斯基金会。

图 L.1 纽约证券交易所股价变动情况(1906年9月～1907年11月)

正如我们带着问题开始讲述1907年的故事那样,让我们带着问题结束对1907年故事的讲述。问题是:为什么会发生市场崩溃和银行恐慌?任何一个单一的案例研究,比如这里我们所呈现出来的案例,注定只是有局限性的解释,因此,我们鼓励读者从前述故事中得出自己的结论。然而,我们认为,1907年的恐慌和崩溃激发我们审视这样的问题:重大金融危机可能是特定作用力——市场完美风暴的力量——聚合的结果,由此导致了投资者和储户惊恐莫名的反应。

对1907年事件的回溯告诉我们,风暴形成如下。它开始于高度复杂的金融系统,正因其复杂,所以任何人都很难知道哪个地方出错了。根据定义,金融体系的众多部分是相互连接的,意味着如果一个机构、一个城市或一个区域出现困难,就可以轻易而迅速地传导到其他机构、城市和地区。强劲的经济增长会造成金融体系更加脆弱,一定程度上是因为对资本需求的增长,再者,一些机构倾向于承受更高风险而非谨慎经营。政府和金融部门的领导者所执行的政策有意或无意地提高了危机风险暴露水平。经济冲击敲打着金融体系。市场情绪从乐观

---

[1] *Commercial and Financial Chronicle*,引自 Cahill (1998), p. 793。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

主义向悲观主义的摇摆,导致了下降螺旋的自我强化实施。领袖人物的集体行动可以控制螺旋下降的态势,他们的集体行动的速度和效果最终将决定危机的时间长度和严重程度。

反思1907年的恐慌和崩溃,我们要审视每一种力量和它们之间相互作用的性质。

1. 复杂性问题

1907年,美国拥有大约16 000个金融机构[1](比较而言,2008年大约为8 400个),不存在中央银行或监管机构。这些机构的绝大多数都是小"规模"银行,没有分支机构。金融服务市场高度碎片化和当地化。一般而言,资金供给者为小企业。经济生活中金融中介机构的集合体就是一个系统。界定任何一个系统的关键是,它的各个部分相互连接且相互作用——比如家庭供热系统(火炉和热传导设施的相互作用)、消化系统(人体器官相互依存,并为整体利益运作)、电信系统(网络增进了一个人与更多人的关联效用)。金融系统就是这样的系统:各类机构通过相同的投资者和储户连接起来;这些中介机构(银行、信托公司、经纪公司)通过他们安排的货币转移机制使人们成为彼此的债权人和债务人。

一个金融系统有两个至关重要的特征,而这两个特征可能成为金融危机的根源。第一,存在体系就意味着困难可以传递。一个金融中介机构的困难可以扩散到其他金融中介机构。第二,金融体系的复杂性意味着,获得金融体系中所有参与者的信息是困难的,这就是所谓"信息不对称",可能激发不正当行为,进而激发或恶化金融危机。让我们首先考虑系统关联链的性质。

金融系统早在文艺复兴时期就是全球化的,不同国家的金融机构通过交易和储蓄而联系起来。正如前面所指出的,1907年的银行储蓄就是一个"金字塔"式的结构,从而事实上放大了金融机构之间的敏感性链条,特别是在内陆和货币中心的金融机构之间。19世纪的一些城市里形成的银行清算所增进了那些城市银行之间的关联链,但是也抑制了恐慌的扩散。

---

〔1〕 该数据引自斯普拉格(1908),第358页。该数据包括储蓄银行在内2008年的比较数据,是联邦存款保险公司报告的国家储蓄机构数量,可见http://www2.FDIC.Gov/SDI/main4.asp。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经济史学家查尔斯·金德尔伯格(Charles Kindleberger)指出,正是由于存在这样的关联链,长期来看,金融危机波动存在一个强烈的国际背景。财经记者亚历山大·诺伊斯(Alexander Noyes)在1907年恐慌后不久所写的文字中认为,埃及的流动性问题与汉堡、智利、荷兰、热那亚和哥本哈根的流动性问题同时发生。他写道:“危机影响整个世界,在我们自己的市场度过危机之前,世界的某些地区已经度过了严峻的阶段。”[1]通过国际投资者的资产持有,股票市场危机全球扩散。[2] 1907年金融危机的系统性质在恐慌扩散的关联链中可以看到,这种情况开始于10月16日,从一个机构扩散到纽约市以及纽约市外的众多其他机构(见图 L.2)。

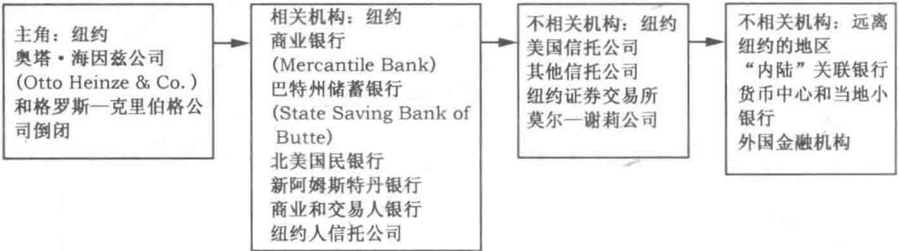


图 L.2　1907 年金融机构的某些关联链

在动态系统研究领域有这样一种看法——系统能够呈现出惊人的非线性特征,这意味着有序系统机构会产生不可预知的行为。反馈循环、时滞和其他因素都能够影响整个系统的行为,近年来,复杂系统研究领域已经出现了前沿跨学科领域。[3] 系统动力学的概念可以被运用于金融市场研究,这是相对新兴的研究领域。[4]

金融系统复杂性的其他方面与信息不透明相关。一些市场的参与者比其他市场参与者拥有信息优势,这就是所谓的信息非对称性。由于人们所知的“逆向

[1] Noyes (1909a), pp. 202—206.
[2] Boyer, Kumagai, and Juan (2005), p. 957.
[3] *Science*, vol. 284. no. 5411(1999). 它给出了复杂系统研究的主要贡献,这里可以分为几个阶段:高水平结构、演化对初始结构的敏感性以及长期环境的微小变化。这表明系统演化存在许多可能路径,系统的设计和功能难以被理解和证明,各部分之间多路径相互作用,长期稳定演化。
[4] 在2003年出版的著作《为什么股市会崩溃?》(*Why Stock Markets Crash*)中,戴迪尔·索奈特(Didier Sornette)写道(第16页),整体性地审视系统而不是部分地审视系统产生了科学、工程学和商学中的主要观点。重点在于,这种“复杂系统”研究方法反映了部分之间相互连接、相互关联和反馈的整体行为。诚然,整体大于局部之和。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

选择"问题,这样的情况将会导致市场失败。[1]

1983年,两位经济学家道格拉斯·戴蒙德(Douglas Diamond)和菲利普·迪波维希(Phillip Dybvig)提出,银行恐慌仅是随机发生的事件。[2] 当储户担心某种冲击迫使银行进入高成本、耗时间的清算状态时,银行挤兑就会发生。排队位于最后一位提取所存储的资金的人,将会暴露在损失风险之下。因此,挤兑仅仅因为随机储蓄提取和末位站队风险而引起的。[3] 20世纪80年代中期,在中国香港,紧邻一家银行的糕点店门前排起了长队,结果却触发了一场银行挤兑。储户以为队伍是冲着银行的,消息很快便传播开来,于是,银行便遭到围攻。[4]

有一个独特的理论是,非对称信息理论被用来解释银行挤兑:逆向选择问题可以激发恐慌性出售或储蓄提取。经济学家查尔斯·卡洛米瑞斯(Charles Calomiris)、盖瑞·高顿(Gary Gorton)和其他一些学者猜测,当一些储户发现银行资产价值的负面信息并提取他们的储蓄时,挤兑就开始了。[5] 由于无法完全将经营稳健的银行与经营不稳健的银行区别开来,加之看到的只是取款波动,因此,(当有人蜂拥取款时)其他一些人就会跟随。于是,挤兑便开始了。用信息分布非均等的术语来说,原因是一些储户发现确认他们的银行清偿力是成本很高的事情。因此,挤兑也许是控制银行行为的理性办法,是迫使银行向储户公开其资本和储备充足率的简单方式。

查尔斯·卡洛米瑞斯和盖瑞·高顿审视了这样的问题:如果信息非对称理论是正确的,那么真实资产冲击将导致作为银行贷款支持条件的担保品价值的下降,进而触发恐慌。他们发现,银行恐慌源于实体经济冲击,不同领域的实体经济冲击的原因是资产价值下降,尤其是,恐慌一般继股票市场的急剧下跌而发

---

[1] 经济学家乔治·阿克洛夫(George Akerlof)描述了"二手车市场"问题。由于不确定的产品质量、信息非对称以及卖方愿意将坏车("二手车")以低于好车的价格卖出,导致"二手车市场"失败。买方无法区别好车和坏车。好车的卖方不愿意达成交易。迈克尔·斯宾塞(Michael Spence)将这一观点运用于劳动力市场。约瑟夫·斯蒂格利茨(Joseph Stiglitz)关注的是信用市场。阿克洛夫、斯宾塞和斯蒂格利茨因他们在信息经济学领域做了开创性的工作,于2001年获得了诺贝尔经济学奖。

[2] 参见 Diamond, Douglas, and Phillip Dybvig, 1983. "Bank Runs, Liquidity, and Deposit Insurance." *Journal of Political Economy* 91:401—419。

[3] 一个名为格兰·唐纳德森(Glenn Donaldson)的学者发现了一些支持"随机提取"理论的证据:恐慌时期的利息率大大高于非恐慌时期。参见唐纳德森(1992,第278页,第298页)。

[4] 我们要感谢我们的同事李伟教授,是他为我们提供了戴蒙德—迪波维希银行挤兑的例子。

[5] 参见 Gorton(1985), Chari and Jagannathan(1988), Jacklin and Battacharya (1988), Calomiris and Schweikart (1991), 以及 Calomiris and Gorton(1992)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

生,并且一般发生于股市大幅上涨继而下跌的时期。他们还审视了这个命题:通过消除信息非对称性的一个重要方面可以解决银行恐慌,即清晰地区分哪些银行具有清偿能力、哪些银行不具有清偿能力,则可以消除对具有清偿能力的银行的挤兑。

这些研究考察了信息非对称理论对于恐慌的解释力。这些研究分析了是否储户没有预测到恐慌;分析了恐慌最高峰时期低风险债券与高风险债券之间收益的差异;并分析了与无恐慌岁月相比较,发生恐慌的岁月里股票市场实际下跌的程度要大得多。通常,这些发现是可以得到证实的[1],尽管所有的情况都可以得到同样程度的支持[2][3]。

在1907年事件中,信息非对称性起到了重要的作用。一个世纪后再来审视这次事件,人们惊讶地发现,毋宁说普通储户,即使是J.P.摩根本人,对于金融机构的情况都是知之甚少的。为了解决这个信息不对称问题,摩根个人只有指派人员对各类机构和债务人进行资产审计。但是,他一定知晓,更加严重的信息非对称不仅存在于他与机构之间,而且存在于公众与机构之间,所以,摩根希望通过媒体甚至神职人员形成公众对于金融系统健康和安全的认识。

也许,摩根最具有意义的反恐慌行动是凭借着他的公司资本实力,承诺支持受到威胁的机构。今天,已经形成了大量的研究文献,证明了专家向大多数不具有信息的听众证明信息真实性的重要性。注册会计师行业就是具有这种认证功能的一个重要的例子。对于摩根来说,接近于此的是他以公司资本和声誉承担风险,起到了证券包销商的功能,从而将新的公司推向公开市场。

总之,金融危机的首要条件是类似金融服务产业构架的系统(这个系统形成了麻烦传播的关联链),同时,它还形成了难以知晓麻烦产生地和性质的复杂性问题。但是,离开了金融服务产业的系统效应,获得金融服务产业的收益也是不

---

[1] 参见 Gorton (1987), Donaldson (1992), Mishkin (1991)和 Carlson (未标明日期)。

[2] Carlson(未标明日期),p.4,检验了作为恐慌和银行停业解释理论的信息非对称理论——与道格拉斯·戴蒙德和菲利普·迪波维希的随机取款理论不同。当运用国家层面的数据进行检验时,他发现其结果支持信息非对称理论。但是,运用地方层面的数据时,并非一定支持。

[3] 审视19世纪金融危机的历史事实,经济学家弗里德里克·米什金(Frederic Mishkin,1991)看到了这样的特征:"……绝大多数的金融危机开始于利率的提高、股市的下降以及利率波幅的扩大。更重要的是,一家金融公司的重大失败会增加市场的不确定性,通常是即将发生金融恐慌的前奏。股市下降增大了委托代理问题和逆向选择问题,因此,不确定性的增大以及利率的提高会放大信用市场中的逆向选择问题,这些都将反映在面向低水平信用和高水平信用借款人的利率差幅的扩大之中。于是,逆向选择问题和委托代理问题的增大就会导致投资活动和总体经济活动的下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可能的。对于我们来说，最好是理解这个系统是如何运行的。我们应当担心的是金融系统中的反馈效应、反馈效应是否放大或压制系统产出，以及系统反应是线性的还是非线性的。在这个领域，有大量的工作需要去做。

深度案例研究，比如对1907年事件的历史研究，有助于揭示危机中的金融系统运行。今天，复杂系统领域的大量研究，比如圣达菲研究院(Santa Fe Institute)或马克思·普兰克研究院(Max Planck Institute)的研究，强调的是理论模型建构或大数据下的解析。在将其复杂系统理论运用于经济学的一部重要著作《财富的起源》(*The Origin of Wealth*，2006)中，艾瑞克·拜因霍克尔(Eric Beinhocker)将这样的系统描述为集体行动的动态因子集成，并"通过自下而上的整体研究方法可以得以更好地理解"[1]。集体行动指的是系统各部分相互作用。动态因子集成指的是系统环境主要是通过部分间的相互作用，因时而动。可见，1907年之前以及包括1907年的恐慌都是正向反馈自我强化的例子，这样的反馈达到了不可忍受的水平，从而触发了大规模的下跌或负面反馈。系统结构为危机提供了舞台。触发器、反馈机制和参与人扮演了以下六个方面的角色。

2. 强劲增长

环境的快速变化是金融不稳定的孵化器。事实上，强劲的经济增长态势的变化是特别有害的，因为它会造成关于市场和机构稳定性的错误的乐观主义。每一次重大金融恐慌都是在经济快速增长阶段之后发生的[2]，尽管并非所有的恐慌都与经济萧条相关。[3] 我们的兴趣不在于增长事实，而在于逆转的原因，即从繁荣到萎靡的下行的原因。快速经济增长创造了货币需求，最终造成金融系统中流动性紧张(见图L.3)。

1907年的崩溃和恐慌打断了美国非常快速的经济增长阶段。这个高速增长时期创造了对外部金融的巨大需求，同时，意味着相对于当时的需求水平来

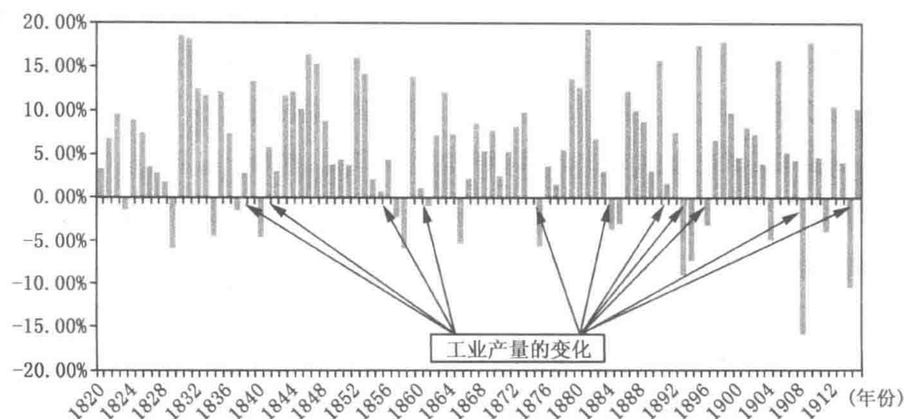
---

〔1〕 Beinhocker (2006), p. 45.

〔2〕 兰西尔、陶奈尔和韦斯特曼(Ranciere, Tornell, and Westermann, 2005:1):"我们收集的资料表明，一般来说，发生金融危机的国家经历过快于金融环境稳定国家的增长速度……承受风险的金融自由化增大了杠杆和投资。这会导致更高的增长，但是也会导致更大的危机可能性。"

〔3〕 高顿和黄(Gorton and Huang, 2002:7)发现，"银行恐慌的规律性就是存在着一个重要的商业周期，并且，也许恐慌的事件上有季节因素。恐慌出现在商业周期的高峰时点或接近商业周期的高涨时期。这样的解释不是说恐慌导致了经济下降……而是，储户得到了预测经济下滑的信息，且在经济萧条的预测下而提取存款，这时很可能出现银行破产"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



资料来源:作者制图。银行业恐慌的资料来源于查尔斯·卡洛米瑞斯和盖瑞·高顿(2000,第99页)。工业生产的数据来源于戴维斯(2004),戴维斯工业生产指数,从国家经济研究局网站下载。

图 L.3　银行业恐慌与经济周期

说,美国国内的资本数量较少。[1] 新的资本——1907 年进口了近 1 亿美元的黄金——来自欧洲。这些借入款的标价不是用美元,而是用英镑、法郎和马克,用外币标价的大规模借款也与金融危机存在关联。[2]

关于 1929 年股市崩溃所导致的大规模失业和经济萎靡以及接下来的大萧条,经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)和约瑟夫·熊彼特(Joseph Schumpeter)探究了经济萧条的原因并指出了大萧条之前繁荣的性质。他们的论述具有关键的意义,即增长之后必然出现某种形式的下降。对于萧条之前的繁荣、泡沫和狂热,我们不太惊讶;而对于崩溃和恐慌,我们更不应当惊讶。

凯恩斯的经典著作《就业、利息与货币通论》(*The General Theory of Employment, Interest and Money*)关注了为什么经济中注定存在周期现象。他认为,消费和投资变动的复杂性相互作用,驱动经济周期。在经济周期的上升阶段(如"繁荣"阶段),为了满足增长的需求,商业实体会投资于新产品生产。投资创

[1] 弗里德曼和施瓦茨(1963:799)的研究报告称,相对于前几年来说,1907 年银行的杠杆率相对较高。1907 年 6 月银行储蓄准备金率达到 8.87,相对而言,1900 年 6 月该比率为 6.8,1897 年 6 月该比率为 5.54。

[2] 鲍尔多和梅斯纳(Bordo and Meissner,2005:1)的研究报告称,"较多的外币债务导致较高的债务危机或银行危机的几率"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

造了就业机会,进而又刺激消费。但是,消费和投资几乎不可能同步发生。最终,商业投资将超过消费者需求——凯恩斯称之为“有效需求不足。”于是,商业实体就会降低投资和就业。[1] 投资者偏好持有现金,并非消费或进行长期投资,投资下降和流动性偏好使经济进入停滞状态。这就激发了有害的自我实施的周期:商业实体降低投资和就业,导致消费水平下降,进而激发了又一次投资和就业下降,如此循环往复。最终,消费又将增长,经济将重新回到均衡,但是,付出了很高的社会成本。凯恩斯赞成为了维持就业水平和刺激经济恢复,在经济周期的低谷期,赋予政府自由支出的权力。[2]

与凯恩斯相比较,熊彼特将投资机会——而不是消费——作为经济周期的主要推动力。新产品、服务和组织形式持续不断的创新,不断形成新老交替。这就是熊彼特论述的“创造性破坏”,也就是资本主义的核心特征。[3] 然而,增长和商业上的成功埋下了经济下滑的种子。运用新技术的企业和产业取代了既有的企业和产业。[4] 创新的成功导致模仿者的出现,他们从创新中获取一些利润。[5] 新技术和新的竞争者激发了一轮又一轮的破坏性价格竞争。[6] 另外,企业家是容易犯错的:有时他们开创了商业实体,却不能够持续。在商业周期的

---

[1] 这种经济转换机制可见凯恩斯(1936:30—31)的描述。

[2] 在20世纪中期,政治家们拥护凯恩斯的建议——他们乐于不仅危机时期增加支出,而且在繁荣时期也这样做。到20世纪80年代早期,赤字支出的弊端使凯恩斯的政策建议遭到了非议。由于繁荣时期的政府支出,政府实际上将本应流向盈利的私人部门的投资转换为流向公共部门的资本,从而加剧了经济下跌。公正地说,凯恩斯仅仅鼓吹在整个经济周期里政府可以量入为出,而不是跨周期负债支出。今天,在新古典经济学中产生了一些关于凯恩斯稳定经济周期的药方功效的争议。

[3] Schumpeter (1976), p.82—84.

[4] 参见E.G.,Christensen,Clayton.2003.*The Innovator's Dilemma*.New York:Collins。

[5] 熊彼特(2004:228—229)写道:“为什么会出现企业家,而且是非连续性的,也就是说,在每一个被选择的时间区间里不是一个一个地出现,而是集群式出现?因为,一个或几个企业家的出现导致其他企业家的出现,而且会形成更多的企业家以不断增长的方式出现……因此,第一批领袖人物的作用超越了他们的行动范围,企业家群体会进一步增长,而且经济体系更加快速、全面被描绘出来,进一步推动着形成繁荣时期的技术和商业重构的进程。”

[6] 参见赖默洛克斯(Lamoreaux,1988:158)。内奥米·赖默洛克斯(Naomi Lamoreaux)在她关于1894～1904年合并浪潮的研究中描述了创造性破坏现象。在这个时期,通过拥有重要的、如果不是决定性的相应产业的市场份额,93家联合体企业产生了,而超过1 800家企业消失在这些联合体之中。她发现,在一些产业内部发生了大规模的并购活动——表现出这样的特征:拥有新的、更强大的技术力量的新企业进入资本密集的、大规模生产过程。由于固定成本很高,这些产业都面临着高经营杠杆,为了努力保持市场份额,导致降低价格的冲动。更重要的是,削减产量。这样就触发了在19世纪90年代中期的萧条过程中严重的价格竞争。企业家进入这个竞争激烈的环境,通过新组织的建构,清除了产业中过时的、效率较低的过剩产能,J.P.摩根就是这类企业家的著名例证。摩根本人引领了大量的产业重组,包括美国钢铁公司和各地铁路公司。尽管新构建的企业成功消除了过剩产能,长期来看它们比其非托拉斯竞争对手更有效率,但是,除非它们建立进入壁垒,否则,事实证明它们也无法保持垄断地位。赖默洛克斯指出,联邦反托拉斯政策应该关注的是使壁垒出现的可能性最小化,以代替“大杂烩政策,正如钢铁产业所表现的那样,有时阻止它们合并,有时帮助它们合并”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

扩张阶段,这种情况尚可原谅。那么,最终这些大量的商业错误加总达到一个点,即他们都无法持续下去了。最后,扩张最终生成投机,以及不恰当地使用负债方式,导致金融扩张。

在熊彼特看来,维持快速经济扩张的投资机会耗尽之时便是经济周期向下变动的转折点。为了偿还贷款,债务压力下的家庭会减少他们的消费。商业实体必须将其存货变现,并关闭其无利润业务。企业家必须停止具有附加值的创新。萧条时期就是清除错误的时期,是构造下一次扩张基础的时期。在熊彼特看来,收缩对于经济体系就是一次冷水澡。[1]

凯恩斯、熊彼特和他们的继承者们解释了,经济周期的顶点似乎与恐慌和崩溃存在关联。凯恩斯将周期转折点描述为需求饱和点。熊彼特将周期转折点视为投资机会饱和点以及产品和生产过程的新老替代点。商业周期理论为危机发生的环境分析添彩,但是,他们几乎没有分析危机扩散到经济生活中的特定触发因素或机制。因此,还有更多的故事需要讲述。

3. 不充分的安全缓冲器

商业周期与信用扩张和收缩周期相关联,而信用扩张和收缩显著放大了市场的变化程度和经济增长变动。信用周期的繁荣阶段削弱了冲击吸收器,而冲击吸收器能够缓冲金融体系中出现的骤然下跌。在繁荣演进过程中,一些银行期望获得利润,不明智地扩张其贷款规模,而且客户的信用级别越来越低。于是,当某种外部冲击发生时,银行董事们清醒地认识到相对于其承担的信用风险水平来说,他们的资本充足率不足,银行就降低或停止向他们的客户贷款,这样就会触发流动性危机,进而导致股市崩溃和储户恐慌。熊彼特的博士研究生、凯恩斯主义经济学的著名学者海曼·明斯基(Hyman Minsky)认为,基于金融系统的这种行为创造了“扩张”阶段、“自我检讨”阶段和“颜面尽失”阶段。

经济剧烈下跌的主要原因是信用周期,即对商业实体和消费者的贷款扩张与收缩。宽松的信用放大了繁荣,紧缩的信用放大了收缩。在这一点上,明斯基继承了凯恩斯。明斯基还主张政府干预以削弱周期的放大程度:在经济收缩期,

[1] Heilbroner, Robert. 1986. *The Worldly Philosophers*. Gloucester, Mass.: Peter Smith Publisher, p. 291.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

政府实施更加激进的借贷政策，而在繁荣期，对银行的借贷条件应采取更加严厉的规管措施。由于丧失了约束原则，经济下降与金融危机关联起来了。在繁荣时期，银行会向更加敢于冒风险的客户增加贷款。经济繁荣越强劲，越能够导致更加敢于冒风险的借款人向银行寻求贷款，这就是逆向选择问题。一些银行受收益的诱惑而向这些借款人发放贷款，或许他们相信运气或者相信银行清算所能够帮助其渡过难关，这就是道德风险问题。[1] 逆向选择理论和道德风险理论最终得到了应有的认可。资产价值的下降导致贷款抵押物价值的下降，因此，银行收紧借贷业务。[2] 随着经济下跌，情况不断恶化，拥有最敢于冒风险的客户的银行就会失去流动性，进而出现清偿能力丧失的后果。

金融体系的脆弱性不仅源自一些银行的行为，还源自产业结构。大量规模小且业务并非差异化的银行所构成的金融体系——比如 1907 年美国的金融体系——更容易产生恐慌。[3] 另外，类似于银行清算所的系统冲击吸收器[4]的缺乏以及协同一致机制的缺失，都将增大危机风险暴露。[5]

---

〔1〕 明斯基(1990:2)讨论了逆向选择问题和道德风险问题。“由于信用需求的增大或者货币供给的下降，市场利率就会大幅上升。若如此，则逆向选择问题就会大幅增加，而且借贷就会大幅下降。相应地，就会导致投资和总体经济活动的大幅下降……这样的机制表明，金融危机的重要表现形式之一就是借款人承担的利率大幅提高，之所以如此，是因为获得借款人特征的可靠信息存在巨大的困难，也就是说，这里存在着严重的信息不对称问题。”

〔2〕 明斯基(1991:4)指出：“为了降低债务市场中逆向选择问题，抵押物的重要性提供了金融扰动逆向影响总体经济活动的另一个机制……股票市场中公司资产估值急剧下降降低了抵押物的价值，从而对于出借人来说，逆向选择问题成为更加严重的问题，因为一旦出现贷款违约，损失就会更大。”

〔3〕 高顿和黄(2001)认为，银行并非个体不稳定。相反，不稳定的因素来自产业结构。与几家规模大且差异化程度高的银行构成的产业相比，大量规模小且业务并非差异化的银行所构成的金融体系更容易出现恐慌。他们指出，采取分业经营的银行法的国家比采取单一银行法(避免银行分业经营的法)的国家发生银行倒闭的情况要少得多。高顿和黄(2002)与卡洛米勒斯和高顿(1991:118)认为，分业银行体系不易出现恐慌效应。采取分业经营的国家比采取单一银行制的国家更好地度过危机。

〔4〕 唐纳德森(Donaldson，1993:5)指出：“在 1907 年恐慌期间，大银行可以向信托公司出售现金而获利，这是毫无疑问的，因为信托公司不属于纽约清算所会员，因而不可能得到危机期间廉价现金‘保险’，这是清算所提供给失去流动性的会员银行的。更重要的是，当信托公司为了消除债务而被迫出售证券换取现金时，提供现金的辛迪加成员可以凭借‘清算所权证’来满足他们的义务，清算所权证通常在危机时期代替现金。这种内部现金的使用能力意味着，在 1907 年恐慌中清算所成员银行避免了破产，并至少可以向经济体的其他领域提供有限的资金。”另外，卡洛米勒斯和高顿(1991:119)指出，纽约市清算所始于 1853 年，提供了共同规范：对银行进行审计、设定资本要求以及惩罚违规者。通过资产抵押换取清算所贷款权证，清算所为成员银行的非流动性资产创造了一个交易市场，清算所权证是银行协会的负债。于是，成员银行可以用清算所贷款权证交换储户活期存款。清算所贷款权证可以是小额的，承担钞票功能。尤其是，由于这些证券是银行协会的负债而不是单个银行的负债，面对单个银行的倒闭，储户得到了保障。最初，清算所贷款权证是折算成黄金交易的。

〔5〕 卡洛米瑞斯(2000:110)指出，既不是债务合同性质，也不是降低银行资产组合价值的外在冲击，成为银行恐慌的“充分条件”。银行恐慌并非内在于银行合约—制度性结构问题。关于这类结构的例子，他所指的是分业银行法、银行协同一致以及正式的清算所。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1907 年的事件是与基于金融中介不稳定性的危机解析理论相一致的。我们已经指出,信托公司通常具有不稳定性,特别是在纽约人信托公司和美国信托公司的案例中,我们看到了不稳定性。还有经纪公司,这样的特征很显然:奥托・海因兹公司的破产和莫尔—谢莉公司的濒于破产标志着事件过程中的主要转折点。经济学家艾利斯・塔尔曼和琼・摩恩(Ellis Tallman and Jon Moen,1990)发现,信托公司是不稳定的关键因素,导致了 1907 年恐慌。银行和信托公司不平等的管制方式导致更具风险的资产集中于信托公司。信托公司拥有机会优势,而银行受到限制。更重要的是,信托公司能够更加集中地进行投资,乃至孤注一掷。[1]

在一个系统中,麻烦会扩散,除非有一个冲击吸收器能够阻止扩散。在 1907 年,就保险公司而言,这样的吸收器是明显的,保险公司承担了旧金山地震和火灾中的责任;英格兰银行和美国财政部努力提高货币供给的充足水平;以及地方清算所的所作所为。今天,我们还要将联邦储备银行、国际货币基金组织、世界银行以及全世界的中央银行包含在安全缓冲器之中。有研究表明,金融危机发生于"金融市场不透明的地方、当监管糟糕时,并且由于会计标准不完善,借贷基于抵押物而非预期现金流时。那些遭受了较长时期的、成本较高的、严重系统性不稳定崩溃的国家,在资产价格泡沫出现之前也易于面临糟糕的透明度、弱宏观经济政策以及微观结构薄弱问题。"[2]

在 1907 年,银行和金融系统面对的困难是如何阻止危机向全国范围以及海外的扩散。一些银行求助于宣传董事们的正直和关系、他们的财务记录以及他们的资本基础。[3] 应对金融系统脆弱性的一个共同措施是创立当地清算所,每一个清算所都担保对其成员开出的支票进行现金清算。像保险公司一样,清

---

[1] 金融制度设计创新继续成为关注的问题,例如,近来有关对冲基金的争论就表明这一点。

[2] Hunter, Kaufman, and Pomerleano (2003), p. 27.

[3] 哈维茨(Horwitz,1990:625)指出:"那时,系统面对的困难(以及不受规管的银行面对的困难)是,如何阻止地方性挤兑扩散到整个金融系统? 1907 年银行试图阻止传染的一种方式是广告和运用其品牌资本。除了广而告之货币替代品的可得性,银行还广而告之其机构稳健性和可信度。在联邦储蓄保险计划实施之前的历史时期里,宣传诚信和自信是普遍的做法。在恐慌时期,银行马上求助于更强大、更具创造性的宣传方式,尤其是运用品牌。在恐慌首先出现于纽约之后,银行的广告宣传明显加强了。广告类型也发生了变化。银行在广告中列举出他们的董事和拥有者,成为更普遍的做法。他们还提供诸如经营时间长度和经营数量等标准信息。在正常的时间里,银行几乎没有宣传其资产负债表,然而,在恐慌期间,《纽约时报》发表的各种文献表明,广告常常包含简明的资产负债表。1907 年 10 月 25 日,在恐慌的高峰时期,《纽约时报》的整个页面均是银行的广告(相比之下,通常只占 1/4 页面)。广告内容涵盖了简明资产负债表和冗长的、详细的人事清单,其中包括董事会成员和管理人员的其他业务关系的特定信息。像公众一样,银行对董事之间的相互关联很敏感,并且关注到,与任何存在问题的人有关联对于商业实体来说都将是很糟糕的事情。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

算所集中了每一个成员银行的风险,他们提供了调解功能和可设想为监管者的功能。1907 年清算所权证的使用非常普遍——发行权证折合的美元数量超过了此前大恐慌(1893)发行的权证数量,超出数量在 2~4 倍。[1]

所有的问题都集中于,是否存在足以阻止潜在冲击扩散的安全缓冲器?充分性问题需要接受检验,针对可得资产规模和冲击大小的检验,缓冲器必须能够吸收冲击。随着时间的推移,经济规模及其复杂性将会超越静态金融安全缓冲器能够应对的复杂性。冲击吸收能力的现代测度指标——风险价值(VAR)——是一种对冲击吸收效果评估的方式。全球金融市场的长期趋势是金融市场趋向更透明、更少管制和自由进入。一些批评者指出,这些趋势提高了金融体系的脆弱性,然而,近来的研究表明情况并非如此。[2] 在一本发人深省的书《我们自己设计出来的恶魔》(*A Demon of Our Own Design*)中,理查德·布克史戴博(Richard Bookstaber)认为,金融市场内部的紧密耦合导致金融市场"注定走向崩溃"。

4. 逆向领导力

增强对不确定性的担忧进而导致金融危机的一个原因是政治领袖人物和经济领袖人物所采取的行动,他们有意或无意地提升了危机风险。像快速增长一样,领袖的错误能够创造面对冲击的脆弱环境。

1907 年,西奥多·罗斯福向反竞争商业活动开战。他运用了司法部的力量和《谢尔曼反托拉斯法案》,并且他将白宫作为天下第一号讲坛以谴责"大富豪的罪恶(malefactors of great wealth)"。州政府紧随其后,运用新法规来限制铁路收费。纽约州雇用了年轻检察官查尔斯·艾文思·休斯(Charles Evans Hughes)对保险行业进行调查。最高法院因资费锁定而对标准石油公司做出巨额罚款的判定。

在罗斯福关于"大富豪的罪恶"演讲的两周之后,《商业和金融纪事》就对总

---

[1] 诺伊斯(1909a:188)发现,"1907 年纽约市的银行发行了101 060 000美元的清算所贷款权证(相比之下,1893 年为41 490 000美元)。全美银行发行了238 053 175美元的清算所权证,相比之下,1893 年发行量为69 111 000美元。"

[2] 开明斯基和斯穆克勒(Kaminsky and Schmukler,1999:1)说,有人宣称,由于自由化和创新越来越甚,货币危机成为过去闻所未闻的新类型。这篇文章对 28 个国家的股票市场周期进行了检验,结论是:总体上,金融市场并未变得更加不稳定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

统进步主义立场提出了抱怨。"彻头彻尾的并且最终危险的阶级仇恨——甚至在'各阶级'划分中，他们撇清了与这个国家的天才人物之间的关系。也就是说，一旦出现阶级斗争，他们无须竭力站稳立场，而且他们不偏不倚，骑墙居中。"[1]同年11月，《哈伯周刊》(*Harper's Weekly*)认为："总统说得太多了，而且说了太多具有威胁性的话。他的话已经产生了可怕的后果。"[2]《波士顿旅行家》(*Boston Traveler*)提出这样的观点："总统不断的谴责诱发了疑虑和不安的环境，而且成为突然发生的恐慌中的一个因素——一个重要的因素。"[3]

在这场崩溃中，罗斯福和进步主义者真的应当受牵连吗？金融市场经得住政治恐吓——如果罗斯福的演说只是空洞的说辞，我们会为他开脱责任。但是，市场对影响价值追寻者的政府政策(比如税费管制、税收和反托拉斯措施)的变化具有高度敏感性。到了1906年后期，政府政策的突然变化是显然的。罗斯福的演讲只是证实了这样的变化。他既是信号传递者，也是信号，因此，他是那些事件驱动者中的一员。

国家货币供给管理是领袖人物影响危机的另一种方式。在《美国货币史》(*A Monetary History of the United States*, 1963)一书中，米尔顿·弗里德曼和安娜·施瓦茨强调了危机期间金融系统流动性管理中领袖的重要性：

历史上每一次银行危机的详细史实表明，愿意承担责任和施加领导力的一位或多位杰出人物的表现具有很大的决定意义。金融系统存在一个缺陷，那就是危机的解决容易受到这样的领导力的影响……一旦(联邦储备)委员会睿智的领导力缺乏，或者形成全社会正确的政策一致性的领导力缺乏，或者愿意且能够基于独立立场承担责任的储备银行行长领导力缺乏，那么危机蔓延和无计可施的态势就会波及全国。更重要的是，随着时间的推移，他们所受到的压力会不断累积。每一个错误的行动很可能会导致另一个同样错误的行动。[4]

在不存在中央银行的情况下，金融系统流动性问题是金融界领袖人物势必关注的问题。在保持美元供给的努力中，财政部部长乔治·科特柳和他的前任L.M.肖(L.M.Shaw)在1907年3月崩溃发生前一年多的时间里就试图建立政府

---

[1] *Commercial and Financial Chronicle*, September 7, 1907, p. 554.
[2] Harvey, George. 1907. "Exeunt Roosevelt and Bryan." *Harper's Weekly*(November 9): 51 (2655), 1640—1642.
[3] Harvey, George. 1907. "Exeunt Roosevelt and Bryan." *Harper's Weekly*(November 9): 51 (2655), 1640—1642.
[4] Friedman and Schwartz (1963), p. 418.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的黄金储备。这项措施就是要在经济增长时从金融系统中拿出流动性,而当旧金山地震和火灾发生时,急需更多的现金,则提供更多的现金。[1] J.P.摩根公司的内部通信记录了满足公司需求的流动资金的匮乏状况。

为了应对1907年3月发生的崩溃,科特柳向金融系统注入了大量的黄金,产生了向市场注入流动性和反常性地降低资金成本的效应,然而,这些仍不够,因而,在6月和7月份,他又试图建立政府储备基金。那个夏天,资金要么以黄金出口的形式流向了海外,要么流进了财政部,要么在预期农业丰收的前提下流向了美国内陆地区。[2] 图L.4显示了银行代公众和财政部持有的流动资产于6月份开始下降的情况。

正如后续的研究所揭示的,那个夏季的衰退在全国范围普遍出现了,可以说是全面开花,因此,几乎没有从金融系统中提取流动性的时间。遗憾的是,这个特征一次又一次重复出现,最显著的莫过于1930~1933年间美国联邦储备银行的所作所为。[3] 经济学家格兰·唐纳德森(Glenn Donaldson)指出:"市场流动性,或者说市场缺乏流动性,在决定恐慌的时间长度和严重程度方面是主要因素——也许是主要因素。"[4]

5. 实体经济冲击

金融危机的研究说明了一些触发事件的作用。金融危机的出现需要一个火花引燃。正如1907年的史实告诉我们的,事件触发因素也许有几个。它是纽约人信托公司停止向储户给付吗?它是奥拓·海因兹公司的倒闭吗?但是,海因兹公司倒闭的原因是,海因兹试图针对联合铜业公司逼仓计划的破产,而逼仓计划的破产可能是由于3月份市场崩溃后备受压制的股票价值以及(或)空方的投机行为。逆向的法院裁决、强化的规管以及奇谈怪论般的演说影响了商业信心。

---

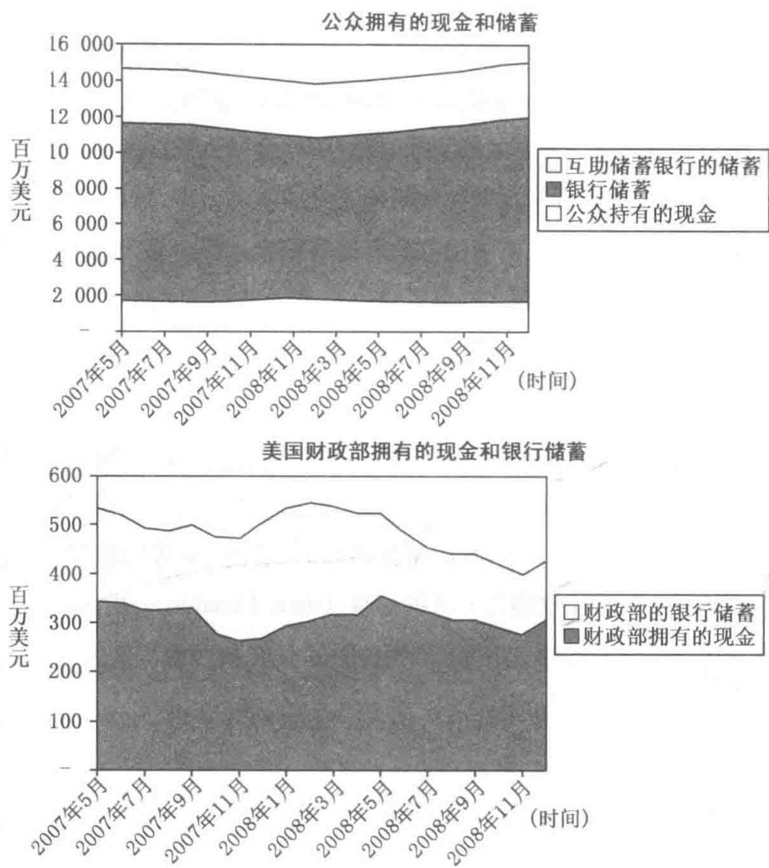
[1] 《商业和金融纪事》,1907年3月30日,第714页:"财政部分部确信机构正在做有损货币市场的事情。今天,与我们的财政安排相关的黄金库存有2 000万美元,比1907年1月1日存有的现金多了很多……可想而知,3个月来,银行不断获得这些资金。"

[2] 塔尔曼和摩恩(1990:3)讨论了恐慌的经济基础。他们强调了这些因素:(1)季节性的流动性波动;(2)黄金出口欧洲以及流向内陆地区;(3)钞票不足。然而,卡洛米瑞斯和高顿(1991:133-137)提出了这样的证据:1907年金融系统流动性的变化完全不同于1906年。他们认为1907年的恐慌与信息不对称问题更相关,而不只是金融系统的流动性问题。

[3] 卡洛米瑞斯和高顿(1991:115)认为,大萧条不只是告诉人们,银行系统具有内在的不稳定性;更是告诉人们,不明智的政府政策可以毁掉银行。

[4] Donaldson (1992), p. 279.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



资料来源:作者制图。数据来源于米尔顿·弗里德曼和安娜·雅克布森·施瓦茨(Anna Jacobson Schwartz)所著《美国货币史》,国家经济研究局,1963 年,第 706 页和第 750 页。

图 L.4 1907 年 5 月～1908 年 12 月的现金和储蓄数量

1906 年 4 月旧金山的地震和火灾触发了全球流动性紧缩。然后就是,在 1907 年夏季英格兰银行禁止接受在伦敦发行的美国融资票据,从而使问题复合在一起了。这些事件中哪一个引燃了危机?

问题的答案来自你的判断。如果市场是理性的,那么触发金融危机的冲击可能是以下因子:

(1)真实的而非表面上的因子。一个"真实的"事件是影响经济基础的事件:农业收成的变化,新技术的导入或者其他一些扰动性的创新,工人暴动,新市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的出现，放松管制或重新开启管制，或者，一场地震。[1]

(2)重大的并且高成本的因子。一场重大金融危机的触发因子一定是足以撼动金融体系的因子。它一定是导致绝大多数投资者出现大幅下行预期的因子。

(3)毫不含糊的因子。冲击是提供给投资者的信号。正是由于它能够导致投资者预期的重大转变，所以这类事件不同于市场中的噪音。而且，绝大多数投资者必须认可它的影响力。更重要的是，这种信号必须是可信的，并且偶然进入市场的参与者是不可能发送此类信号的。

(4)令人吃惊的因子。如果某个事件能够被称为“冲击”因子，严格意义上，它一定是不可预期的。事实上，它令人吃惊，导致了预期的突然转变，进而触发危机。预期冲击因素是不可能的。[2]

从这些因子的视角来看，1907 年危机的触发因子在秋季真实恐慌发生之前就已经出现了。以下两个事件表现出真实的、重大的且高成本的、毫不含糊的以及令人吃惊的特点：旧金山地震和火灾以及英格兰银行对融资票据的限制措施。

6. 过度担忧、贪婪以及其他失范的行为

1907 年的事件表明了有一种情绪影响力，它影响了金融危机的发生和严重性。我们在前述的历史事实中详细叙述了自杀事件、描述繁荣或萧条市场状况的来往信件、储户和银行高管的焦虑情绪、纽约金融区街道上涌动的人群、试图建立投资者信心的公共关系和媒体的运用——诚然，恐慌一词表达的就是理性的终结。在 1912 年出版的《股市心理学》(*The Psychology of the Stock Market*)一书中，G.C.塞尔顿(G.C.Selden)写道：

恐慌和繁荣都是不寻常的心理现象。这并不是说基本面条件对于价格此时急剧下跌和彼时的急剧上升不重要。但是，恐慌，如此称谓恰如其分，呈现出的下降程度远大于基本面条件决定的下降程度。通常，这是因为伴随资源耗竭而出现的公众心理的激动状态。“繁荣”一词被用来表达一种过度的、很大程度的

〔1〕 卡洛米瑞斯和高顿(1991)，弗里德曼和施瓦茨(1963)，以及斯普瑞格(1910)提出，“真实干扰因子”导致银行系统诚信的减损，是恐慌的孵化器。

〔2〕 索耐特(2003：321)试图搞清楚证券市场中搬弄是非者博弈曲线的拐点，这也许有助于预测市场崩溃。但是，他的结论是，得出这样的定义异常困难，而且令人难以置信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投机发展状态……对可能出现的恐慌的害怕控制着投资者的思维，这一点着实令人吃惊。无疑，1907 年诸多事件的记忆对于减少从那时至今投机交易数量起到了很大的作用。[1]

上述看法反映了一大群学者的观点，他们著作的标题就是证明，如《非理性繁荣》[*Irrational Exuberance*，罗伯特·席勒(Robert Shiller)]、《非常流行的错觉与群体疯狂》[*Extraordinary Popular Delusion and the Madness of Crowds*，查尔斯·麦凯(Charles Mackay)]、《乌合之众：大众心理研究》[*The Crowd: A Study of the Popular Mind*，古斯塔夫·勒庞(Gustave Le Bon)]、《狂躁、惊恐与崩溃》[*Manias, Panics, and Crashes*，查尔斯·P.金德尔伯格(Charles P. Kindleberger)]。在写给投资者的经典教科书《股票作手回忆录》(*Reminiscences of a Stock Operator*)中，埃德文·拉斐尔(Edwin Lefevre)写道："投机者的死敌是无知、贪婪、害怕和希望。"[2]在分析揭示性的著作《为什么市场会崩溃》中，戴迪尔·索奈特认为，基于最充分的档案资料，可以发现反常市场趋势产生的根源：人们有一种过度自信的倾向，他在崩溃的分析中提出，投资者的羊群效应和模仿行为导致了自我实施的市场趋势，最终出现市场趋势的逆转。

乐观主义或悲观主义都是与基础性决定因素和价格一致性相关的。[3] 市场价格偏离经济基本面价值的程度一直是经济学前沿领域争论的话题。情绪性市场"恐慌"概念的提出是对经济决策者理性的基本经济假设的挑战。理性假设意味着今日之理性价格反映出明日之价格预期，并且市场有效地综合了各类消息，生成资产价格。总的来说，从长期看，大规模的标准化资产市场是理性的。

---

[1] Selden, G. C. 2005. *The Psychology of the Stock Market*. New York: Cosimo Inc., p. 69 (originally published in 1912).

[2] Lefevre, Edwin L. 1994. *Reminiscences of a Stock Operator*. New York: John Wiley & Sons, p. 286.

[3] 哈里斯(2003:556)说："当价格水平上升并显著高于基本面价值时，泡沫就发生了。(当然，基本面价值并非是共有知识。如果这样，那么崩溃和泡沫将不会发生。)有些泡沫出现得很快。其他一些泡沫出现需要很长的时间。绝大多数泡沫因崩溃而结束。交易者说，这类泡沫会突然爆发。当价格水平疾速下降时，崩溃就发生了。通常，崩溃接着泡沫而发生，但是，崩溃还将在其他环境下发生。有时崩溃被称为市场破裂，因为当价格疾速下降时，价格路径中断了。崩溃还被称为市场熔断，当市场不堪重负而无力控制市场秩序时，崩溃就发生了……当买方对市场基本面过度乐观时，泡沫开始产生。新技术的潜在增长和新市场的潜在生长都可以极大地刺激某些交易者的兴奋神经。遗憾的是，当价格已经完全体现出这些潜在的信息时，绝大多数交易者无法知晓。另外，他们也并没有完全理解，持有他们喜好的证券所带来的风险。如果这些如饥似渴的交易者数量足够多，且同时购买股票，他们将推动价格显著上升。这种价格上升的结果会鼓励临时交易者买入股票，他们期望此前的收益会继续呈现……在新的无信息的买者涌入市场的预期下，未来市场走势的预见者也会买入股票。如果他们在价格下降之前能够离开市场，就可以获利。这些交易者的交易量组合在一起就能够诱发泡沫，因为价格超过了基本面价值。'……价值型交易者和套利者能够观察到价格超过了价值，但是，他们不可能或不愿意卖出足够的数量以阻止泡沫的生成。'"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但是,崩溃和恐慌是这种“一般”假设的例外现象。收起理性假设将为我们揭示市场中的怪诞行为提供极大的可能性。[1]

7. 集体行动失败

1907 年的事件表明,如何用集体行动解释银行恐慌。极其明显,我们看到 J.P.摩根和他富有影响力的纽约银行家圈子因他们支持美国信托公司而宣称“这里的麻烦已经消除”。摩根还迫使最大的纽约信托公司总裁们成立他们自己的协会去支持美国信托公司以及其他机构。尽管如此,后来,O.M.W.斯普瑞格教授还是对拯救信托公司的集体努力提出批评:“然而,采取的步骤过慢,采取的措施不够清晰,不足以重建公众信心。”[2]

1907 年的整个美国,银行清算所起到了管理成员银行的作为,并向储户提供兑现保证。如果有必要停止兑现,那么为何清算所发行了临时凭证?归根结底,崩溃和恐慌的遗产是通过建立联邦储备银行使集体行动国家化。一些学者强调了集体行动的重要作用,将它视为金融危机的制动装置。[3]

1907 年的集体行动是成功的吗?1907 年恐慌是有记录以来最严重的恐慌,很难说是成功的集体行动。这里,我们的叙述主要关注纽约市金融圈以及这个很小的金融领袖圈子所起到的作用。但是,恐慌蔓延到了美国所有的商业中心。集体行动的真正标志性成就是这样的结果,即应该有集体行动。没有摩根和其他人发起的集体行动,1907 年恐慌会更加糟糕,这样的猜测似乎是合理的。

---

[1] 理性选择理论(或简单地说“理性”)假设个体是利己者,偏好更多的财富而非较少的财富,一般而言,他们的偏好具有可传递性(如果你喜欢 A 更甚于 B,且喜欢 B 更甚于 C,那么你喜欢 A 甚于 C)。理性决策者受结果指引,且选择最佳结果。行为金融学领域的研究者们指出,市场的无序特征与理性假设并不一致:

· 羊群效应与过度波动性。投资者聚集在一起并跟随趋势操作。

· 市场具有反常现象。档案研究表明,这类现象包括 1 月份效应、动量的存在性以及股票价格自相关、新闻反应的时滞、交易时间对价格波动的影响、获得收益后的传播、具有相同现金流特征而交易价格不同的孪生证券、封闭型基金的低定价。

· 赢家的诅咒。赢家的诅咒是一种现象。这种现象最初是由凯本、克莱普和坎贝尔(Capen, Clapp, and Campbell, 1971)在油田租约的分析中加以定义的。在拍卖中赢得油田开采承租权的石油公司通常都付出得更多——无论竞价中他们是否有实际损失,通常,赢家都会因资产不像他们想象那样具有价值而失望。在并购中,赢家的诅咒也很重要,有助于提供一种可能的解释,即为什么购买者的收益欠佳[参见罗尔(Roll, 1986)和费里亚和费瑞斯(Varaiya and Ferris, 1987)]。

· 厌恶损失。人们非对称地审视价值:得到 1 美元的效用小于放弃 1 美元的效用。这就是诺贝尔奖提名者阿莫斯·托夫斯基(Amos Tversky)和其他学者开创性研究的副产品。

[2] Sprague (1908), p. 361.

[3] 重点参见威克尔(2000)。塔尔曼和摩恩(1990:1)写道:“1907 年恐慌是美国银行业历史上最严峻的恐慌,为不存在政府机构干预情况下私人市场参与者如何应对行业危机的范例”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

直到1914年,美国仍然是一个自愿集体行动体制的实验室。此前,美国没有一个能够设定标准、管理成员银行和作为最后贷款人的中央银行,没有形成地方和区域性的银行家协会从而发挥集体行动的功能。埃姆斯·维克尔(Elmus Wicker)研究了内战后的恐慌时期银行之间的资金流动。特别是在1907年恐慌时期,他的结论是,单个银行的寻租行为使得纽约清算所在应对恐慌过程中不能够充分发挥作用。维克尔认为,由于他们是自愿的(在危机中,成员银行可以逃避)相互沟通和信息是有限的,加之激励是有悖情理的,所以这些协会是失败的。[1]

这些都是经典博弈问题——"囚徒困境"[2]——存在的环境。这也说明了,机会主义和联合行动的缺失是如何导致不理想的结果的。囚徒困境博弈模型被用来分析商业和金融领域的大量现象。博弈中的关键是预测可能性和其他博弈参与人的行动。

在崩溃期间投资者或恐慌期间银行储户面对的决策是:我要离开市场吗?图L.5刻画了金融危机背景下的囚徒困境。这里,两个持股人盘算着立即变现他们所持有的某公司股票,每股价格为95美元。如果仅有一人卖出股票,另一人只能继续持有股票,这时,股价跌至每股60美元。如果两个人同时卖出股票,他们卖出的股价是每股70美元。如果无一人卖出股票,公司股票价格稳定在每股100美元。图中显示了与持股人立即卖出或等待策略相关的收益状况。

如果持股人行动一致,且均采取等待策略,他们将获得更充分信息和更高的公司股票价格(框图I所示)。如果在恐慌中一些人先卖出股票,而另一些人等待,则卖出股票的那些人就获得了较好的交易结果,而等待者面对股票价值降低的结果。

---

[1] 参见Wicker (2000)。

[2] 在《囚徒困境》(*Prisoner's Dilemma*,安阿伯市:密西根大学出版社,1965年)中,阿纳托尔·拉波伯特(Anatol Rapoport)和A.M.查曼(A.M.Chammak)讨论了囚徒困境。描述囚徒困境问题,首先考虑这样的假设情形:两个盗贼被警察逮住,警察确信二人是共同犯罪。二人被隔离于不同的囚室,不能串通。审讯人鼓励每一个人招供,并揭发其同谋。如果无一人招供,审讯人相信法院可判嫌疑人均为5年刑期。如果二人均招供并揭发对方,法院将判决嫌疑人10年监禁。如果其中一人招供并揭发另一人,同时,另一人不招供不揭发,那么,招供者获2年刑期(因为帮助调查而减刑),另一人则获10年刑期。囚徒困境是是否招供以及四种可能结果的博弈结构。通常来说,激励机制的构建一定程度上是为了鼓励一个囚犯供出另一方囚犯。"角点解"对于两个囚犯来说都是最佳结果,因为这些结果对于每个人意味着最短的监禁时间。然而。如果两个囚犯都受到激励,则他们都获得最长的刑期,每个人都是10年刑期。最安全的行动路径就是都不招供,因为刑期大大短于10年,又不比2年长太多。遗憾的是,囚犯隔离关押且不能够互通信息,而要达到最佳结果必须合作并相互信任,因此,最佳结果是不可能实现的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

		投资者 B	
		等待	立即卖出
投资者 A	等待	Ⅰ. 双赢 A:收获每股 100 美元 B:收获每股 100 美元	Ⅱ. 失多—赢少 A:收获每股 60 美元 B:收获每股 95 美元
	立即卖出	Ⅲ. 赢少—失多 A:收获每股 95 美元 B:收获每股 60 美元	Ⅳ. 双输 A、B 均收获每股 70 美元

图 L.5 囚徒困境博弈模型在恐慌时期投资者和储户行为分析中的运用举例

在缺乏沟通和联合行动的情况下,如果所有持股人都在恐慌中卖出股票,每个人的状况都会更坏。囚徒困境的实质是,在缺乏合作的情况下,投资者将倾向于同时即刻撤出市场,从而导致最坏的后果。

一定程度上,崩溃和恐慌遵循着这个模型。囚徒困境博弈模型对于储户和股票持有者具有重要意义:

(1)由于收益的非对称结构以及采取联合行动存在困难,储户和股票持有者都将受损。避免损失的愿望激发卖出行动,从而导致股价的急速下跌。

(2)对于储户和股票持有者来说,关键问题是估计其他人行动策略的概率。在这个意义上,危机就像博弈游戏。

(3)储户和股票持有者的集体行动会带来更好的结果。1907 年围绕在 J.P. 摩根身边的领袖团队的行动就是这种情况的显著体现。清算所表现出来的行为也是集体行动的例证。

(4)今天计算机自动编程的交易模型和其他基于公式化的理论被运用于投资活动。众所周知,这是对冲基金和机构投资者所赞赏的方法,它使人们面对业已出现的危机,不再做出人为判断。因此,也就破坏了集体行动的想法。

(5)对于储户和股票持有者来说,时间是宝贵的。对于公众来说,启动对策研究、构造流动性资本池、联合起来采取行动以及信息沟通都需要时间。在 1907 年恐慌过程中的几个时点上,差一点就出现崩溃。用现代术语来说,现在交易所受临时停止交易的断电器法则约束,这样可以使凯恩斯所说的“动物本能”减弱,从而让投资者分析和传播信息。

19 世纪绝大多数的危机已经对恐慌进行了解码。由于摩根领导了集体行动,1907 年恐慌的损害是非常有限的。在集体行动中,领导力是决定性的因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这种领导力的性质是什么？协商达成的权力和权威是有用的，但是，它是不充分的。财政部部长科特柳二者兼备，但是，他与构造集体行动的工作现场有距离。可是，基于多年来的商业美誉和早年集体行动的领导力，比如在应对1893年金融危机中的领导力，摩根赢得了权威地位。他还表现出了领导者其他方面的素养：认识问题和把握机会的能力、规划愿景和形成应对策略的能力、令其他人自我组织起来的能力、劝说能力以及组织行动的能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

百年后的再现:2007年肇始的次级抵押贷款危机

与1907年大恐慌相类似,这应是显而易见的。

——保罗·克鲁格曼(Paul Krugman)
2008年诺贝尔经济学奖获得者
关于次级抵押贷款危机的论述[1]

2007年,一次新的金融危机渐露端倪。绝大多数观察家确信,这是自大萧条以来在范围、广度和严重程度上最重大的一次危机。基于这个历史阶段的关注点和持续时间,现在通常称为"次级抵押贷款危机"[2]。毫无疑问,这场危机是一场广泛的恐慌,类似于1907年大恐慌,出现了混乱、惊恐、银行挤兑、倒闭、机构俘获、戏剧性的救助、市场的巨大波动以及全球经济中"热钱"的惊人流动。对于最近这场危机的原因和后果,我们要达成共识,尚需要我们进行长期、认真的调查和缜密的分析,经历一些诉讼甚或一些规制的出台。因此,比本书篇幅更大的一本书才能将原委说清楚。在完成这项工作之前,我们必须审视关于此次

[1] Krugman, Paul. 2008. *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*(New York: Norton), pp. 155, 160.
[2] 简称"次贷危机"。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

危机的各种看法,这只是一个粗浅的分析。然而,即使在研究的早期阶段里,很显然,参照 1907 年大恐慌,我们这里列举出这场"完美风暴"的七大因素,从而较好地描述造成一个世纪后的金融风暴的驱动力。

次贷危机概观[1]

次贷危机的根源在于住宅房地产市场债务驱动的繁荣的破灭。当 2006 年后期住房价格开始下降时,由于卖房获利的机会开始消失,投机者和风险购买者违约的数量不断增加。2006 年 11 月,违约影响已经变得很明显,并触发了 2007 年上半年金融机构的倒闭和损失。次级抵押贷款市场的流动性开始出现紧缩:住房投资需求较少,住房市场价值减少。抵押贷款的发起人遭到损失和(或)走向破产。评估机构迅速降低抵押贷款证券的信用评级。据报道,专业投资于这类证券的对冲基金损失巨大并开始关闭。在流动性紧缩立即产生了迅速且严重的后果的同时,价值破坏趋势也没有停止下来。

进入 2007 年夏季,人们对银行稳定性的担心程度提高了。在 2007 年秋季,这样的担心成为现实。据报道,银行出现了大量的呆账,终止了次级贷款的专门投资工具并解雇了他们的首席执行官(CEOs)。这年秋季还见证了第一次突出的银行挤兑,即英国北岩银行(Northern Rock)的挤兑。接着,国家经济研究局(National Bureau of Economic Research)宣称,2007 年 12 月美国开始进入衰退阶段。信贷市场环境继续呈现出恶化的状态。

为了阻止经济下降态势,2008 年 1 月国会通过了一项经济刺激计划,即退还纳税人1 500亿美元的所得税。这笔资金于春末开始到达消费者手中,帮助消费者降低消费债务水平。2 月末,银行集团对美国市政债券保险公司(AMBAC)实施救助,这是一家抵押保险公司,如果不能够生存下去,则有恐整个抵押市场会面临崩溃。3 月,机构投资者发起的一场挤兑导致贝尔斯登公司——一家著名的投资银行——无法对其交易业务再融资。3 月 14~17 日的整个周末过后,在美国联邦储备银行答应为应对贷款损失提供帮助的条件下,J.P.摩根大通答

[1] 关于次贷危机相关事件的翔实记录,可参见"信用危机时间线索",爱荷华大学金融与发展研究中心,http://www.uiowa.edu/ifdebook/timeline/timeline1.shtml。一份重要的补充材料是"金融危机:事件和政策措施的时间线索,"圣路易斯兰邦储备银行,http://atlouisfed.org/timeline/default.cfm。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

应收购贝尔斯登公司。在接下来的一个月里,三家大型机构——花旗集团、瓦霍维亚银行(Wachovia)和华盛顿互助银行(Washington Mutual)——开始努力从私人投资者那里筹集资本,这又一次清楚地表明世界最著名的、被认为最稳健的金融机构出现了困难。

美国住房市场发生的灾难并没有在 2007 年结束。整个 2008 年夏季,不断增加的贷款违约和不断减损的抵押品价值对金融机构来说更是雪上加霜。评级机构降低了 MBIA 和 AMBAC 两家抵押保险公司的信用评级。美国财政部和证券交易委员会采取措施减轻房利美(Fannie Mae)和房地美(Freddie Mac)所承受的压力,它们是政府主办的抵押贷款证券投资者,也成为金融不稳定的谣言的焦点。联邦储蓄保险公司获得了印地迈克(IndyMac)银行的业务经营权,这是一家总部设在加利福尼亚的大型金融机构。

8 月初,联邦公开市场业务委员会——美联储的一个部门——表现出震惊,宣称“下行风险已经显著提高”。[1] 信用危机已经不仅仅严格限定在抵押贷款市场范围了。银行只是离开了公司间贷款市场,等着看对手们的清偿能力,从而在危机中求得生存。应对借款人焦虑所采取的措施诸如风险保证金和信用违约掉期保证金像火箭一样攀升。

2008 年 9 月,金融飓风的风眼以摧枯拉朽之势登岸:投资者的信心急剧下降,信贷市场流动性蒸发以及机构乱作一团。美国政府直接控制了房利美和房地美(所谓“政府接管”),实际上国有化了 500 亿美元的抵押贷款。[2] 9 月 15 日,由于寻求投资者、买者和政府救助的失败,雷曼兄弟公司(Lehman Brothers)——最大投资银行之一——宣告破产。雷曼兄弟的倒闭和政府宣布对公司不实施救助措施立即加深了投资者的担忧。相应地,股票市场急剧下跌。著名投资管理公司 PIMCO 的联合首席执行官穆罕默德·A.艾尔—艾林(Mohamed A.EL-Erian)断言,公司间货币市场——商业票据市场——已经“基本倒闭了”[3]。

然而,令人吃惊的消息接踵而至。9 月 15 日,美林证券公司(Merrill

---

[1] 引自联邦公开市场业务委员会公开出版物,美联储,2008 年 8 月 17 日。
[2] 对抵押贷款国有化的规模估计来自 CNN Money.Com,2008 年 9 月 7 日,网址是 http://money. cnn. com/2008/09/07/news/companies/fannie _ freddie/index. htm? postversion = 2008090711。
[3] Mufson, Steven. 2008. “Rescue Package May Not Fully Thaw Credit Markets,” *Washington Post*, October 3, p. A14.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Lynch)——按照某种标准，它为最大的投资银行——答应接受美洲银行(Bank of America)的收购。9 月 16 日，政府向大型保险和金融服务公司美国国际集团(American International Group, AIG)发放紧急贷款；10 月，更多的贷款发放给美国国际集团；11 月，政府宣布购进该公司的全部股票，实行完全国有化。9 月 19 日，美国富国银行(Wells Fargo)宣布收购瓦霍维亚银行——一家抵押贷款大规模风险暴露的银行，从而创造了美国第二大储蓄规模的银行。[1] 同日，美联储和财政部宣布了支持货币市场共同基金的措施。9 月 22 日，高盛(Goldman Sachs)和摩根士丹利(Mogan Stanley)——两家保持独立投资银行地位的投资银行——宣布他们正在申请转变为银行控股公司，这个宣告标志着美国业务一体化的投资银行的终结。最后，9 月 25 日，监管者关闭了华盛顿互助银行并将其业务卖给了 J.P.摩根大通银行(J.P.Morgan Chase)。在短短几周内，美国整个金融服务业发生了激烈转变——也许是永久性的变化。

政治家和政策制定者们极力寻求应对之策，试图重建冷静和信心。10 月 3 日，美国国会通过了7 000亿美元的“不良资产拯救计划”(Trouble Asset Relief Program, TARP)，目的在于收购“不良资产”(比如次级抵押贷款)并向金融机构投资。暴风骤雨般的批评随之而来。六周之后，也就是在全部资金仅用于救助摇摇欲坠的金融机构之后，美国财政部宣布不会购买不良资产。

与此同时，金融市场的传染机制将次贷危机引向了全世界。英国对布拉德福德—宾利银行(Bradford and Bingelex Bank)实施了国有化，这是一家大型零售金融机构。冰岛政府控制了国内最大的银行，接着获得了国际货币基金组织的紧急贷款来支撑克朗(冰岛货币单位)。巴基斯坦和土耳其也获得了紧急贷款。欧洲监管部门国有化了富通集团(Fortis)；德国政府救助了裕宝银行(Hypobank)，德意志银行救助了全球保险集团(AEGON)；在日本，大和人寿保险公司申请破产，获得救助的全都是大型金融机构。俄罗斯证券交易所关闭数日，以避免恐慌性出售。许多国家宣布了政府支出计划，以刺激经济。

2008 年 11 月和 12 月出现更多的美国金融部门重组事件。通过一揽子担保计划、流动性注入以及资金援助，政府几部门采取联合行动，救助了花旗集团。像通用汽车承兑公司那样，花旗集团——以消费信用为主的金融机构——申请

[1] 银行储蓄规模排名的数据引自 http://www.infoplease.com/ipa/A0763206.html。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

转变为银行持股公司。美国三大汽车公司向国会申请紧急融资遭到拒绝，但是，美国财政部答应在"不良资产拯救计划"(TARP)框架下提供紧急贷款。

到 2008 年末，金融危机已经影响到各类市场、产业和成千上万投资者和储户的资产。次贷危机造成的损害是惊人的：

(1)信心跌落。美国大型企业联合会发布的消费者信心指数从最高值 112.6(2007 年 7 月 31 日)陡然下跌到 2008 年末的 38。

(2)衰退。经济紧缩向实体经济扩散。美国供应管理协会(ISM)发布的商业活动指数从 2007 年 6 月最高值下降到 26 年来的最低值 32.4[1]，2007 年 6 月的最高值为 60.7[2]。失业率从 2007 年 6 月的 4.5%上升到 2008 年 11 月的 6.7%。[3]

(3)纳税人风险暴露。为了应对危机，美国政府做出融资承诺，提供资金 8.2 万亿美元——其中，政府已经实际支出了 3.9 万亿美元。[4]

(4)政府干预。自大萧条以来，政府对私人部门提供金融支持的程度胜过任何一个时期。美国财政部已经购入 209 家金融机构的优先股，总量达2 290亿美元[5]，向非银行公司的投资额达到1 460亿美元[6]，"不良资产拯救计划"(TARP)框架下的投资总额达到3 750亿美元。

(5)破产。公司破产量显著增长。到 4 月份，公司破产数量与前一年相比增长率超过 40%。[7] 联邦监管部门查处的金融机构由 2007 年的 3 家上升到 2008 年的 25 家。[8]

(6)股市崩溃。自 2008 年 1 月 1 日开始，2008 年股市下跌了 38.5%。全球

---

[1] 美国供应管理协会商业活动指数数据是 2008 年 12 月发布的，引自美国供应管理协会商业报告，《华尔街日报》，http://online.wsj.com/article/SB123090812392149093.html。

[2] 美国供应管理协会商业活动指数来自 2007 年 6 月发布的美国供应管理协会商业报告，http://www.ism.ws /files/ISMReport/ROB072007.pdf。

[3] 失业率数据来自美国劳工统计局，http://www.bls.gov。

[4] 美国政府承诺应对危机的资金数据引自"救助计划解析"，《华盛顿邮报》，2008 年 11 月 26 日。A 版第 10 页。

[5] 数据来自美联储，"金融危机：事件和政策措施的时间表，"2008 年 12 月 31 日。

[6] 1 510亿美元的数字得自 11 月底政府承诺的3 750亿美元的估计，小于财政部宣布的银行优先股投资总量。3 750亿美元的估计值公布于"救助计划解析"，《华盛顿邮报》，2008 年 11 月 26 日。A 版第 10 页。

[7] 公司破产数据来自 http://www.bankruptcy-statistics.com/index.php? option=com-content&view=article&id=185:corporate-bankruotcies-increase-as-more-near-financial-disaster&catid=84:commercial&Itemid=201。

[8] 银行破产数据来自联邦储蓄保险公司，http://www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股票投资者损失掉30万亿美元的价值。[1]

哪些因素导致了次贷危机?

关于1907年的"完美风暴",我们强调了七大因素,正是这七大因素的结合,形成了1907年的恐慌。这些因素也能够很好地描述造成一个世纪后金融风暴的驱动力。

强劲增长

从全球范围来看,多年的经济快速增长之后,接着就是2001～2002年的经济衰退。2003～2006年世界国内生产总值(GDP)的年均增长率为4.5%——相比之下,过去1/4世纪里年均增长率大约为3%[2],一定程度上,这是受新兴市场经济国家驱动的,比如中国、印度、巴西和俄罗斯。在美国,GDP增长率稳定在3%的水平,房地产投资飞速发展,年增长速度大约为4%,高于过去25年的年均增长率(0.5%)。[3]

美国经济的强劲增长某种程度上是美联储政策刺激的结果,美联储采取低利率政策,刺激经济在2001～2002年衰退中复苏。美联储还将联邦资金利率从2000年底的6.5%降低到2003年6月的1%。在此期间,尽管就业率继续下降至2003年,但是,美国经济已经走出了衰退。[4] 2003～2005年消费物价指数显示的年通货膨胀率分别为2.3%、2.7%和3.4%。[5] 但是,在2005年8月之前,联邦资金利率都没有超过通货膨胀率。在这个时期内,实际利率为负,美联储释放出大量的货币以刺激经济。回顾这段时期,批评者谴责美联储保持了过

---

[1] 股票市场绩效情况来自"崩溃后守望2009",《华尔街日报》,2009年1月2日,第R1页,以及Bloomberg.com的网站,http://www.bloomberg.com/apps/news? pid=newsarchive&sid=aYwo1tZqGFgA。

[2] 世界GDP统计数据来自IMF的世界概览,http://www.econstats.com/weo/V002.html。

[3] 美国GDP增长统计来自经济分析局网站:http://www.bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp? SelectedTable = 1&ViewSeries = NO&Java = no&Request3Place = N&3Place = N&FromView=YES&Freq=Qtr&FirstYear=1947&LastYear=2008&3Place=N&AllYearChk=YES&Update=Update&JavaBox=no#。

[4] 联邦资金利率目标的历史记录来自纽约联邦储备银行,http://www.newyorkfed.org/markets/statistics/dlyrate/federate.html。

[5] 美国消费物价指数显示的通货膨胀率数据来自国际货币基金组织世界经济展望数据库,http://www.imf.gov/external/pubs/ft/weo/2008/01/weodata/weorep.aspx? sy。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长时间且过低的利率水平。但是，美联储主席艾伦·格林斯潘(Alan Greenspan)[1]和本·伯南克(Ben Bernanke)[2]回应说，这不是他们的错：外国投资向美国资本市场注入了大量的流动资产——形成"储蓄过剩"，从而压低了利率。

继之而起的是住房市场的投机兴起。21 世纪第一个 10 年的中期抵押贷款数量飙升，次级贷款于 2003 年飞速增长。由于房价上升，房主增加了贷款消费。美国社会的债务水平创历史纪录——2006 年美国债务的 GDP 占比达到了 350%，自 1984 年以来翻了一番。举债为增长融资，而且举债购买的商品和服务来自美国国外。过去 25 年中的 22 年美国都处于经常项目和财政赤字状态。[3]因此，通过向海外投资者借款，为贸易赤字和财政赤字融资。"杠杆"或者债务融资活动的过度使用是危机前繁荣的共同特征。[4]

当然，繁荣还有其他一些长期驱动因素：创新(技术创新和金融创新)、放松管制(金融领域和其他产业领域)、全球化、贸易自由化和人口变化。与金融危机的"完美风暴"一样，这些驱动力也是相互加强的，从而生成巨变的和强劲增长的时代。与繁荣相伴而生的是石油、黄金和其他商品价格每个季度都会显著提高，导致危机发生。这种繁荣具有"泡沫"的所有特征。

复杂性

资本和证券市场的创新助推了经济繁荣和信用扩张。绝大多数的这类创新都将放大金融体系的复杂性，因而增大了金融体系的不透明性。这会造成各类决策者的决策困难，这些决策者从首席执行官到个体投资者，他们难以知晓将要发生什么，从而做出明智的选择。不断增加的复杂性[5]造成了金融体系各个层面的信息不对称性。

(1)个别证券。个别抵押贷款证券的设计创新放大了复杂性。例如，"次级抵押贷款"就是一种向风险借款人的贷款类型，风险借款人出现某些到期未付款

---

[1] See Greenspan, Alan. 2007. *The Age of Turbulence* (New York: Penguim), p.13.

[2] 参见伯南克关于储蓄过剩的演说，http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/。

[3] 贸易和财政数据来自国际货币基金组织的世界经济展望数据库，http://www.imf.gov/external/pubs/ft/weo/2008/01/weodata/weorep.aspx? sy。

[4] 莱因哈特和罗格夫的研究以及吉拉德·考瑞根(Gerald Corrigan，2008 年 8 月)的论述指出，杠杆的过度使用是金融危机的孵化器。

[5] 关于次级抵押贷款危机中复杂性的具体讨论可见于盖瑞·高顿，2008 年，"次贷恐慌"，http://www.papers.Ssrn.com/sol3/papers.cfm? abstract-id=1276047。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的情况，具有破产风险、较高的债务收益比率或者较低的信用评级。2001 年之后，新的次级抵押贷款数量增大，并且改变了固定利率结构，实质上转向了可调整利率抵押贷款安排(ARMs)。可调整利率抵押贷款的初始利率低，此后根据借款人的信用风险实际提高的水平而加以调整。有时，这种贷款被称为“戏弄贷款”，可调整利率抵押贷款发放给表面上具有偿付能力的借款人，在初期看不出他们无力承担抵押贷款的实际成本。事实上，可调整利率抵押贷款赌的是房价会上升，这样，借款人能够按照比初始可调整利率抵押贷款重置利率更加诱人的条件再融资。事实上，可调整利率抵押贷款是一连串的再融资安排，是要么违约要么再融资的一系列机会，执行价格则是住房价值。只要住房价值一直上升，借款人就可以获得贷款。次级抵押贷款的借款人被迫在利率重新设定日进行再融资。而贷款人，而不是借款人，就拥有了再融资的机会；如果住房价值显著提高，借款人就有机会获得相应的权益。这样的赌博意味着，可调整利率抵押贷款内置了各种选择权，所以很难估值。通过证券化过程，次级抵押贷款与住房抵押证券(RMBS)捆绑在一起，复杂性和不透明性被放大了。与次级抵押贷款一样，住房抵押证券(RMBS)也很难估值，而且对住房价格的变动极其敏感。

(2)交易头寸。金融创新使得投资者根据他们的偏好买卖风险具有了可行性。这类交易工具就是信用衍生品，其中，信用违约掉期(CDS)是最简单的合同结构形式。在信用违约掉期(CDS)合约中，一旦在特定债券上违约，一方同意向另一方偿付：一方摆脱了违约风险，而另一方承担了违约风险。合成式担保债务凭证(CDOs)是一种相关的违约风险保险种类，是信用违约掉期(CDS)的捆绑形式。所有保险类型都是基于这种类型的交换。决定任何一方选择理性的因素是价格或保证金以及对所涉风险的严格评估。与可调整利率抵押贷款安排和住房抵押贷款一样，信用违约掉期和担保债务凭证都是对价值的挑战。信用评级机构，比如穆迪、标准普尔和惠誉，运用计算机模型来模拟这些金融工具的违约风险概率，在此基础上，他们会发布信用评级。显然，模型是基于乐观主义假设前提的，即这些金融工具的违约概率低，用一位批评家的话来说，这是一个“错进，错出”的问题。[1] 总之，2004～2007 年的信用衍生品市场中，违约风险被错误

〔1〕 参见弗兰克·帕特诺，“为何信用评级机构不像其他看门人，”http://ssrn.com/abstract=900257，第 77 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

定价了。[1] 大型保险控股公司伯克希尔哈撒韦的 CEO 沃伦・巴菲特较早地批评信用衍生品,将它称为"大规模杀伤性武器",[2]这个特征在次贷危机期间一再表现出来。信用违约保险的不同形式与基础证券的结合形成了极其复杂的交易头寸。

(3)机构。复杂性是在已有的金融机构内部滋长起来的,他们建立了自营交易专柜和试图从抵押证券交易中获利的交易所对冲基金,以及特别投资机构(SIVs)——囤积抵押证券的表外经营实体。整个机构都在管理风险头寸,表明这是可怕的。有一个这类业务的经理人叫理查德・布克士戴博(Richard Bookstaber),他写道:"我极大地关注花旗集团的绝对复杂性,这种复杂性可能极大增加结构不确定性,从而使应对雷达屏幕上已经呈现出来的事件几乎不太可能。"[3]在"影子金融体系"中,新的且不受规管的机构——对冲基金——兴起并导致投机扩张,对冲基金管理下的资本在 2.5 万亿~4 万亿美元。[4] 类似地,抵押贷款发起人努力发放新的住房贷款。住房抵押贷款证券化使抵押贷款发起人在资产负债表中的资产转移到了机构投资者的手中,结果是抵押证券(MBSs)和担保债务凭证的数量出现了井喷式增长。发起和分配(或证券化)的分离扭曲了激励机制,从而造成了代理人问题,并且放大了复杂性问题和不透明问题。金融机构内部出现了一个新奇的事物,就是市值计价法会计账户,这在某种程度上增加了透明度,但是也增大了机构内部的流动性风险:当信用证券市场冻结时,就不可能知晓证券价值。最终,在恐慌发生时,市值计价法会计账户只是暴露了不透明性,而不是增进了透明度。

(4)市场。美国住房抵押贷款证券发行市场是面向全球范围的。住房抵押证券存在于养老基金和挪威小村庄的投资组合中,以及德国、法国、瑞士和澳大利亚的银行手中。就像一场规模宏大的"老处女"游戏,不可能知晓谁手中拿着那张要命的牌。由于经济发展、全球化、贸易自由化、技术创新、产品和服务扩散以及新竞争者的进入(比如对冲基金和新兴市场经济国家金融机构)、全球市场

---

[1] 金融市场总统工作组在 2008 年 3 月份的报告中指出,承销标准已经下降。参见高顿(2008:73)。

[2] 参见伯克希尔・哈撒韦保险公司管理层给持股人的信,2003 年 2 月 21 日,第 15 页。http://www.berkshirehathaway.com/letters/2002pdf.pdf。

[3] Bookstaber (2007), p. 126.

[4] 参见 AIMA's Roadmap to Hedge Funds, November 2008,http://www.aima.org。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

证券的交互发行、跨市场套利等，21 世纪的全球金融系统变得非常巨大且更加复杂。

不充分的安全缓冲器

2003～2006 年繁荣过程中不断提高的杠杆化损坏了个人、家庭、公司、金融机构和政府之间的“冲击吸收器”。在某种程度上，这种缺乏弹性的状态反映在美国消费者和家庭的负债消费增长上。金融机构尤其是投资银行和对冲基金增强了杠杆化运用，也反映了这一点。2004 年，美国证券交易委员会废除了五家大型投资银行负债股权比率限定为 12：1[1] 的“净资本规则”。2007 年初，主要投资银行显著提高了其杠杆化比率。雷曼兄弟公司倒闭时，其资本化率达到了 30：1 的负债股权比率——相比之下，J.P.摩根大通的负债股权比率为 13：1。大约15 000[2]只对冲基金采用了不同的融资策略，从而将其使用的资金达到股权资本的 4～10 倍，总资产规模达到 10 万亿～40 万亿美元。这些基金的绝大多数都是保守管理型的，但是，有一些则采用了激进投资策略。安全缓冲器的损坏意味着灾难可以通过金融系统迅速扩散。

逆向领导力

关于最近危机中领导力失败的指责，将会持续多年的时间。尽管在事实尽知之前，指责领导力失败是有风险的，但是，有很多重要人物是应当被指责的。大量的银行首席执行官漠视负债经济繁荣，导致许多人失去了工作。艾伦·格林斯潘在国会听证会上承认，他在“某种程度上”错了，过于相信了市场自我纠正的理念，以及没有能够预见抵押借贷繁荣内在的非同寻常的风险。[3] 在首席执行官、董事会和起到助推作用的股东大会的领导下，房地美和房利美过度扩张了次级抵押贷款规模。有些抵押贷款发起人采取了欺诈性和(或)掠夺性借贷方式，明知借款人有“蒙骗贷款”行为，仍然答应他们无力承担的住房融资条件。前

---

〔1〕 关于废除净资本规则的后果更多分析，参见 Julie Satow. 2008. “Ex-SEC Official Blames Agency for Blow-up of Broker-Dealers,” New York Sun, September 18, at http://www.nysun.com/business/ex-sec-official-blames-agency-for-blow-up/86130。

〔2〕 对冲基金数量来自《交易新闻》(*The Trade News*)关于金融方案的报道，2007 年 3 月 5 日，http://www.thetradenews.com/hedge－funds/prime－brokerage/613。

〔3〕 Andrews, Edmund L. 2008. “Greenspan Concedes Error on Regulation,” *New York Times*, October 23, http://www.nytimes.com/2008/10/24/business/economy/24panel.html? hp.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

面已经指出，美国证券交易委员会对大型经纪人—交易者放松了资本管制要求，允许他们极大地提高了融资杠杆，到 2008 年后期，获得较大自由度的 5 家公司中的 3 家濒于破产或者被救助收购者掌控（贝尔斯登公司、雷曼兄弟公司和美林证券公司）。郡和市级领导者，比如密西根弗林特城（Flint）的领导者和挪威哈特夫耶尔达尔（Hattfjelldal）的领导者，批准社区基金投资于他们并不懂的证券。阿根廷总统克里斯提娜·克兹纳（Cristina Kirchner）将国家养老金国有化，以至于许多人担心造成对中产阶级的剥夺。2008 年 12 月，纽约金融界著名人士伯纳德·麦道夫（Bernard Madoff）承认了正在运作"庞氏计划"，暴露在风险之下的总资产估计为 500 亿美元，金融危机加速了麦道夫运作的破产。

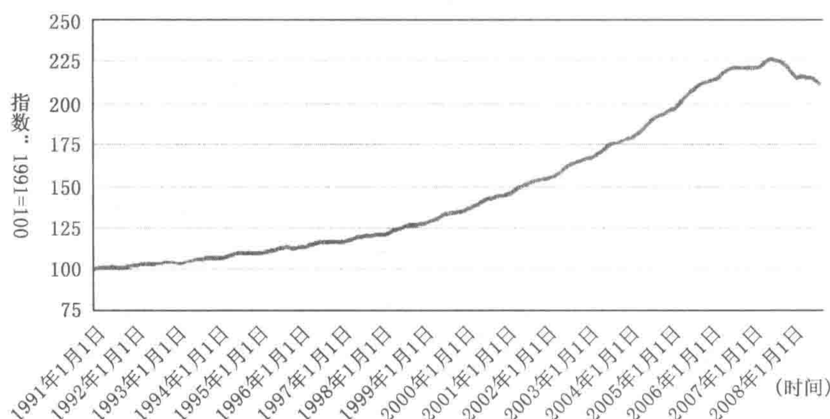
实体经济冲击

危机的根本性触发点是 2006 年 9 月开始的住房价格的下跌，如图 R.1 所示。既然次级抵押贷款的假设前提是住房价格一直会上涨，那么在市场中，债权人和债务人的命运就注定了。但是，次级抵押贷款证券的不透明性也意味着，在证券价格下降表现出来之前，住房价格的全面下跌难以知晓，因此，2006 年11 月的 ABX.HE 指数才将这类信息传达出来。ABX.HE 指数是于 2006 年初第一次发布的指数，这类指数并不直接衡量次级抵押贷款证券的价值（绝大多数次级抵押贷款证券并不是经常被交易的，所以，无法提供直接衡量其价值的指数所需的价格信息），但是，它们可以衡量基于这些证券的信用违约掉期的保证金或价格。2007 年 2 月，ABX.HE 指数显示次级抵押贷款的价值损失达到 30%。ABX 是信息传递者，住房价格的下降和次级抵押贷款违约率的上升就是它所传递的信息。冲击出现了，并在投资者和金融机构中形成了多米诺骨牌效应。

心境摇摆不定

出于对负面信息的反应，市场感觉发生了变化，从乐观主义转变为悲观主义——初始时，变化较慢；尔后，变化速度加快；最后，程度非常严重。金融市场为惊恐程度（也就是为人所知的"风险规避"）提供了最直接的测度指标。例如，图 R.2 给出了所谓的"泰德价差"（TED spread），即伦敦银行同业拆借利率（银行间拆借的关键参照利率）与美国短期国库券收益率之间的风险溢价。风险溢价提高并加剧市场上的紧张程度，尤其是 2008 年 3 月份出售贝尔斯登投资银行和

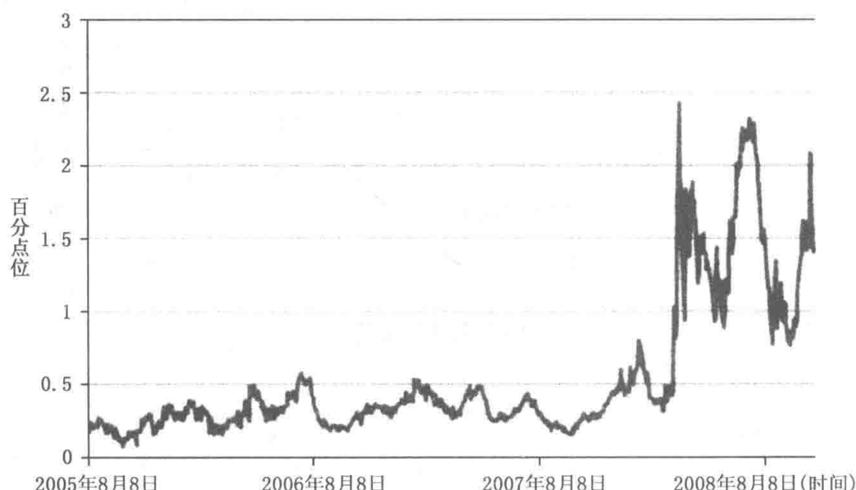
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



资料来源：作者制图，数据来源于"美国住房价格月度指数"，联邦住房监测办公室(OFHEO)。获取联邦住房监测办公室(OFHEO)的数据，可见 http://www.ofheo.gov/hpi.aspx。

图 R.1　1991～2008 年住房价格指数

2008 年 9 月份雷曼兄弟破产的时候，更是如此。关于投资者心境不稳的其他测度指标反映在违约保证金方面，通过信用违约掉期价格和美国股票市场波动率表现出来，二者在整个危机期间显著提高，尤其是在 2008 年秋季。



资料来源：作者制图，数据来源于美联储数据库。获得美联储数据，可见 http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.html。

图 R.2　伦敦银行同业拆借利率与美国短期国库券收益率之间的风险溢价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

集体行动的效力

应对金融危机所采取的行动应当向市场注入流动性、增进透明度和重建信心。2007～2008 年的诸多事件表明,所采取的大量行动都符合这一方向。美联储降低了联邦资金利率,通过贴现窗口向银行借出资金,安排同其他国家中央银行的资金掉期协议,提高银行储备金利率,以及正如在 J.P.摩根大通收购贝尔斯登案例中所做的,为破产银行被收购的潜在损失提供担保。运用"不良资产拯救计划"(TARP)所提供的资金,美国财政部积极投资金融机构的优先股。联邦政府和州政府介入并支持面对丧失抵押品赎回权的住房所有者。2008 年初,美国国会通过了一项经济刺激法案,2009 年 2 月再次通过了一项经济刺激法案。当危机传染病明显传播到外国的时候,全球范围的中央银行和财政部增强了救助合作。到 2008 年 11 月中旬,20 个发达国家和新兴经济体国家领导人召开了一系列峰会,被戏称非正式的"第二次布雷顿森林会议",会议的目的是支持全球金融规制的重建,并实施危机管理。

结　论

正如在 1907 年金融大恐慌中所示,在最近的次贷危机中,"完美风暴"的七大因素相互加强。快速增长导致了乐观主义,而乐观主义在一定时期能够刺激更加快速的增长。不充分的信息助长了乐观主义,并延缓了集体行动。在实体经济冲击金融体系的情况发生时,不完全信息和乐观主义导致人们存在低估冲击效应。当缺乏冲击缓冲器和集体行动时,实体冲击会增强不稳定环境。这些因素都会在经济中出现并发生作用,在某个时点上,其中的几个因素几乎一定会呈现出来,当然,它们独自呈现出来尚不足以导致金融市场的不稳定。然而,一旦一些或全部作用力聚合起来,就会造成金融危机。通过对 1907 年恐慌和 2007 年揭开面纱的次贷危机中这些作用力是如何聚合的观察,我们可以得出以下几点反思:

金融危机是市场经济的特征,它会循环往复地发生。经济学家海曼·明斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

基在对金融危机的分析中得出这样的结论，金融脆弱性的呈现是正常的生命路径。[1] 政府规管可以消解危机的严重程度并缩短危机持续时间，但是并不能消除危机。投资者、银行家、公司高管、政府官员和普通市民都应当管理好自己的事务，以应对未来不可避免的危机。事后看来，这个教训被普遍忽视了。1907年恐慌之后的一个世纪见证了19次经济衰退[2]，以及15次严重的股市崩溃。[3] 20世纪规模最大的危机是1929年大崩溃和1930～1934年的大萧条。1934～2007年，近3 600家金融机构被监管者抓住把柄，其间，仅两年没有发生银行破产事件。[4] 在最近的25年里，我们看到了金融市场严重不稳定的情况，比如股市不稳定(1987年，2001年)、货币和金融机构问题(1994年的墨西哥，1997年的亚洲)以及政府债务问题(1998年的俄罗斯)。自1945年以来，世界上发生了18次以银行为中心的重大金融危机。[5] 这些事件都是最重大的事件，并没有将短期的和(或)地方性的事件考虑进来，然而，这些事件也都造成了资产价值严重下跌、信用紧缩以及对金融机构的损害。一般而言，这些危机阶段过后，相继就是人们的悔悟以及政府监管的加强。遗憾的是，这样的反应被证明不足以避免又一次危机阶段的出现。在市场中有一句最危险的自白："此时非彼时，此次完全不同。"

对大型机构的施救似乎表明复苏的开始。伴之以倒闭、非自愿出售或金融机构被政府部门控制，恐慌见底。特别要指出的是，这些机构通常被认为是坚若磐石的。借用《共产党宣言》的话来说，"一切坚不可摧的东西都将被摧毁"。资本主义的批评者们提出，金融危机中机构的破产是资本主义制度崩溃的信号。然而，救助机构的集体行动像抗体一样对抗恐慌的病毒。在1907年，J.P.摩根明确表示"这里是灾难终结的地方"，于是，用接下来的几周时间拯救了缺乏流动性的机构。在2008年，美国和其他国家政府在雷曼兄弟破产和其他大型投资银行

---

[1] 正如明斯基所界定的，在消除金融脆弱性的绝对性方面，我们无能为力。Kregel, Jan. 2008. "Minsky's Cushions of Safety," The Levy Economics Institute of Bard College Public Policy Brief, no. 93A: 6.

[2] 国家经济研究局宣布的衰退数据可见 http://www.nber.org/cycles.html。

[3] 关于20世纪15次重大的股市崩溃的讨论，参见明斯基和怀特(Mishkin and White，第6章:55)，载于亨特等(Hunter et al.,2003)。

[4] 银行倒闭数据来源于联邦储蓄保险公司数据库，www2.fdic.gov/hsob/SelectRpt.asp?EntryTyp=30。

[5] 关于自1945年以来18次以银行为中心的金融危机的讨论，参见Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2008. "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," NBER Working Paper No. 13761, January。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

陷入困境之后开始实施大规模的干预措施。明智的集体行动有助于恢复信心和稳定。

个人、企业和整个市场被证明,要比试图约束经济体系过度行为的人们更具有动态变化能力和聪明才智。在 21 世纪初金融市场受到金融监管体系的较强劲的保护,而 1907 年的监管方式较为薄弱。与 J. P. 摩根和他同时代的人们相比,当今的监管者和他们手中的规制保证了金融体系中较高的信心水平。政府机构监管着市场进入、市场退出以及金融机构的联合;他们监视着财务报告和证券承销的透明度;他们影响着对于借款人的信用和资本政策;他们通过利率驱动和通货膨胀预期管理着货币供给;他们提供了大量现金转移的电子系统。一些国家的中央银行既担负着保持充分就业的职责,也承担着刺激经济增长的职责。由于存在着如此大量的国家干预,很难说全球金融服务产业是"自由资本主义的"。政府密切关注着金融市场的功能。事实上,由于部分市场参与者相信政府会提供救助,从而造成道德风险,因此,政府干预还会起到破坏稳定的作用。

我们不应该草率地寻求政府监管措施。监管者可能被其监管的产业俘获。私人部门试图挣脱监管者的监管。面对管制,高管们和他们的律师会寻找例外条款和(或)寻求规避的路径。私人市场具有不竭的创造力。这意味着,就像将军总想着打最后一仗,监管者倾向于用同样的方式管理私人部门。就像狂吠着追逐公共汽车的狗,却不可能追上公共汽车一样,监管者绝不可能赶上产业发展的新浪潮。最后,归根结底,拯救企业、维持就业、保护产业的成本均由纳税人承担。

没有"银色子弹"[1]——金融危机屡屡发生的唯一解释。富有思想的人们赞成用一系列因素来解释危机原因。在我们的方法中,强调了七大因素。这与金融危机的研究分析保持了大体上的一致性[2],同时,也包含了其他解析中广泛的因素。我们强调了 1907 年恐慌的广泛的因素——多种因素诱发的一场"完美风暴"。

人们关于金融危机的某个原因(或诸多原因)的看法,往往会对必要的应对行动产生重大影响。金融危机是自我强化的恶性循环:环境遭损、信心破坏,从

---

〔1〕 欧洲传说中可以对付狼人和吸血鬼的子弹。——译者注

〔2〕 明斯基(1990:26—27)指出,金融恐慌总是与衰退相关,在每一次恐慌来临之前,都会出现利率提高和风险溢价增大,金融机构的倒闭引发恐慌来临,并且严重的危机与严重的经济紧缩相关。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

而诱发投资者退出市场,而他们的退出又导致市场环境的进一步受损。阻断这个恶性循环链条的方式就是对自我强化过程实施某种方式的干预,向金融系统注入流动性以及赋予机构投资的资产价值以更加光明的前景。为了达到这样的目标,领导力是至关重要的。在这个方面,J.P.摩根和像他一样的人们树立了榜样,具有指导意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

附录 A:大恐慌后的关键人物

下面以介绍许多名人作为本书的结尾。在 1907 年大恐慌中,他们被证明是举足轻重的人物。

乔治·F.贝克尔:纽约第一国民银行总裁,1909 年任董事局主席。1896 年他与他人共同建立了纽约第一国民银行(时年 23 岁)。他曾任 23 家公司的董事,他还是一位慈善家。他捐资创办了哈佛商学院和达特茅思文理学院贝克尔图书馆。贝克尔担任董事局主席,直到 1926 年。逝于 1931 年 5 月 2 日,终年 91 岁。

查尔斯·T.巴尔内:开枪自杀,虽然经他的妻子李莉·惠特尼·巴尔内和他们的两个儿子全力抢救,终因不治,于 1907 年 11 月 4 日死亡。李莉·巴尔内在 1912 年卖掉了其位于曼哈顿穆瑞山街区的寓所。

乔治·B.科特柳:直到 1908 年罗斯福政府终结前,一直担任财政部部长。基于他的经验,财政部无力在危机期间维持金融系统的稳定,所以,他全力支持建立美国中央银行的理念。离开政府后,他成为联合煤气公司(Consolidated Gas Company)的首席执行官。1940 年 10 月 23 日于纽约去世。

亨利·P.戴维森:1909 年成为 J.P.摩根公司的高级合伙人。在普若听证会上,戴维森是银行家是公众利益代表的最强烈的辩护者之一。戴维森主张银行家应该成为公司的董事,因为:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

……作为公司债券的发起人，对于监督公司政策和保护公司证券投资者利益，他负有道德责任……通常，银行家只加入投资大众要求他们加入的公司董事局，他们愿意将他们的名字同公司管理层公开联系在一起，以作为优良信用的证据。[1]

1914年8月，戴维森成功劝说了法国和英国政府向J.P.摩根公司独家授权在美国承销政府债券。第一次世界大战期间，他为美国红十字会募集资金，向在法国的美军提供救护车。他鼓吹成立国际红十字会——一个国际层面的红十字会组织，1919年达成了这个目标。由于患脑肿瘤，两次不成功的手术后，于1922年去世，终年55岁。

F. 奥古斯塔斯·海因兹：败于1907年恐慌和崩溃。在对联合铜业公司股票逼仓的想法失败以及被商人国民银行罢黜之后，奥拓·海因兹公司和他本人的财务状况遭到毁灭性打击。按照他的兄弟奥拓的说法，奥古斯塔斯一直认为他是无可指责的，他认为"老派银行家制造了货币恐慌，目的在于排挤新的金融家阶级和新型的信托公司"。[2] 在恐慌中尚未清醒时，海因兹的企业已经落入接管者的手中，他被指控存在16项金融违规和各种破坏银行法的行为。海因兹的案子在法院拖了数年时间，情况出现令人震惊的逆转，1909年他被完全免予罪责。然而，海因兹的企业垮了，他的采矿利益集团崩溃了，他同自己兄弟的关系破裂了，并且他的身体也垮了。1914年11月4日在纽约萨拉托亚的寓所里因肝硬化[3]而孤独地死去，年仅44岁。

托马斯·W.雷蒙特：在他的整个职业生涯中都与J.P.摩根在一起。1910年成为合伙人，1943年提升为董事局主席。1929年10月24日"黑色星期二"，他正担任公司领导，他承诺公司大量购入股票以维持市场信心。同时，他还担任各种美国政府的半官方职务，包括参加1919年巴黎和平协定的谈判，签订了《凡尔赛条约》。他于1948年2月2日去世。他的儿子——考利斯·雷蒙特(Corliss Lamont)——是哥伦比亚大学的哲学教授和社会主义者。他的另一个儿子——托马斯·斯蒂威尔·雷蒙特(Thomas Stillwell Lamont)——曾任摩根担保信托

[1] De Long (1991) quotes Davison, 1913, p. 17.
[2] Manuscript of "The Life of F. Augustus Heinze," by Otto Heinze (1943), found among the papers of Sarah McNelis, Heinze's biographer, p. 62.
[3] Fettig, David (ed.). 1989. F. Augustus Heinze of Montana and the Panic of 1907. Federal Reserve of Minneapolis; also, New York Times, May 15, 1909, and November 5, 1914.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司副主席。他的孙子——奈德·雷蒙特(Ned Lamont)——于 2006 年在康涅狄克州代表反战人士参选美国参议员。

小 J.P.“杰克”·摩根:在恐慌达到顶峰时,他到了欧洲。为了支持其父亲,试图安排法国中央银行向美国银行的黄金贷款。考虑到危机日益加深,法国坚持贷款需要美国政府出面担保。基于这将成为政府为私人交易担保开先例的考虑,罗斯福拒绝了。到了 1907 年 11 月后期,从法国获得黄金的努力不是那么必要了。1908 年 1 月杰克回到了美国。他工作在他著名父亲和乔治·博金斯、亨利·戴维森、托马斯·雷蒙特和查尔斯·斯蒂勒等光彩照人的金融家的影子之下。杰克在公司的工作静静地推进着。1910 年他积极构建伦敦分公司——摩根—格兰菲尔公司。接下来的一年里,他因一定程度的神经衰弱,有几个月时间离开了商业活动(像其父亲一样,他忍受着病痛)。

杰克跟随着促成普若(Pujo)听证会,接着,他向他的父亲征求意见,准备质询会。在 1913 年皮尔庞特去世时,杰克成为公司的高级合伙人。在第一次世界大战期间,公司成为法国和英国在美国采购的关键融资者。1915 年,一名德国的同情者刺杀杰克,两枪命中其腹部,杰克几乎毙命。这件事激起了对摩根的广泛同情。当他回到工作岗位时,一群人聚集起来为他鼓掌。在接下来的几年里,他支持战争,帮助重组了通用汽车,为 20 世纪 20 年代的公司成长提供融资。20 世纪30 年代重组了 J.P.摩根公司,并整理了他父亲大量的艺术收藏品。虽然他是公司的高级合伙人,事实上,杰克越来越依靠作为公司高管的托马斯·W.雷蒙特。1943 年 3 月 13 日杰克死于心脏病发作,终年 75 岁。他的传记作家约翰·福布斯(John Forbes)说:“摩根是公司团队中的一员,隐藏了自己的个性,他运用无与伦比的技巧将能力超强且独具个性的各位合伙人团结起来,最大限度地利用了他们的独立天赋,取得了非常巨大的成就。”[1]

J. 皮尔庞特·摩根:成名于 1907 年大恐慌,有些人为他喝彩,有些人比大恐慌前更加憎恨他。祝贺他的领导力的信件和电传潮水般涌来。在危机中,由于他的声誉,他和他的公司得到了大量的公司融资。1910 年,哈佛大学授予他荣誉博士学位。1912 年,他已经行动迟缓,慢慢地退出日常商业活动,转而关注慈善以及他所钟爱的书籍和艺术品收藏。

---

[1] *Forbes*(1981), p. 10.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而，恐慌戳穿了进步主义者长期存在的疑虑，摩根的成功归因于反竞争行为。作为大公司联合体的组织者，摩根因对抗"毁灭性竞争"而著名。因此，名义上关于公司金融结构的普若听证会，实际上重点在于J.P.摩根公司和公司高级合伙人皮尔庞特本人。在1912年12月18日和19日的听证会上，他出席作证。一个世纪后阅读听证记录，仍可以从中感受到皮尔庞特和首席检察官萨缪尔·安特默(Samuel Untermyer)之间的紧张和抗争。摩根无法回忆起公司交易和业务的特定细节，萨缪尔·安特默显得有意引导证词，然而，摩根抗拒了。他保持沉默和对听证会应有的尊重。对于听证会的主要关注点，摩根保持了坚定立场，即货币和信用不可能被一小撮金融家阴谋集团所控制：

萨缪尔·安特默：难道商业信用不是主要基于货币或财产吗？

摩根：是的，先生。但是，首要的是品格。

萨缪尔·安特默：位于货币或财产之前？

摩根：位于货币或者任何其他东西之前。金钱无法购买。

萨缪尔·安特默：如果这是商业规则，摩根先生，为什么银行首先要求一个人提供他的财产证明，然后才向他提供信用……基于脸面或品格，他不可能得到信用吧？

摩根：不是的，基于他的品格就能够获得信用……在基督教世界里，如果我不相信某个人，即便他拿出所有的债券担保，也不可能从我这里得到一分钱。[1]

在普若听证会后不久，他于1913年1月7日去了欧洲。他游历了整个埃及，2月13日，他病倒了。他的医生说："由于往事给他带来的长期的、超负荷的压力，体力和精力耗竭了。"[2]1913年3月31日，皮尔庞特于罗马逝世，终年75岁。托马斯·雷蒙特写道，普若听证会使"摩根先生精疲力竭"。[3]

查尔斯·W.摩尔斯：F. 奥古斯塔斯·海因兹的同谋，在业务停止之前，任商人国民银行副总裁。他被描述为"长相丑陋、无德、不合理的富有，"以及贪婪、阴暗的人。[4] 1910年1月，被判不法使用从北美银行(海因兹和摩尔斯控制的

---

〔1〕美国政府，1913年，Money Trust Investigation: Hearings, Ⅰ, p. 1084。
〔2〕引自《福布斯》(1981:74)提及的摩根的疾病，来源于T.W.雷蒙特(T.W. Lamont)给H.S.卡门加尔(H.S. Commager)的一封信，1938年3月17日，合伙人档案，小J.P.摩根文档。
〔3〕Zuckoff, Mitchell. 2005. Ponzi's Scheme. New York: Random House, p.49.
〔4〕关于摩尔斯的具体细节参见Zuckoff (2005), pp. 49—50.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

银行)获得的银行资金,因而,被处以 15 年监禁。他在亚特兰大的联邦监狱服刑。在那里,他遇到了查尔斯·庞氏(Charles Ponzi),此人后来因金字塔骗局而闻名。庞氏因从事非法移民而被判两年刑期。

摩尔斯相信他没有做错什么,他所做的事情在金融界每天都在发生。所以,在律师、白宫游说人和克莱伦斯·W.巴伦(Charles W. Barron)等记者的支持下,他付出了巨大的努力,为自己洗刷罪名。奇怪的是,摩尔斯生病了,而且存在快速死亡之忧。总统塔夫脱于 1912 年 1 月为摩尔斯减刑并释放了他。在人们发现摩尔斯的"病"是他在医疗检查之前吃肥皂导致的之后,摩尔斯逃往欧洲。[1] 1912 年秋,摩尔斯回到美国,组建了新的汽船公司。1907 年他被迫将联合汽船运输公司(Consolidated Lines)以很大的折扣卖给了 J.P.摩根。随着第一次世界大战的爆发,他竞标美国船运公司的船舶建造项目,并赢得了 36 艘船舶的建造合同。1922 年,摩尔斯被控欺诈和战时谋取不正当利益,但是,最终宣判无罪。

乔治·W.博金斯:1910 年离开 J.P.摩根公司,时年 48 岁。1912 年,他是西奥多·罗斯福总统竞选班子成员,因此,接着便担任总统政治顾问。在第一次世界大战期间,他为军队组织食品供应并支持基督教青年会(YMCA)为军人救济工作筹集资金。他还筹集资金建造了帕里塞德斯国家公园。1920 年 5 月,他出现了精神崩溃症状,1920 年 6 月 18 日去世。报纸上报道说,他在法国感染风寒,尚未完全康复便回到了工作岗位。《纽约每日评论》说,他死于"脑部发炎,由于紧张而持续的超负荷工作导致了神经衰弱的后果"。[2]

他较早地离开 J.P.摩根公司,被认为是因为他的家人希望"他致力于公共事业"。[3] 但是,较早地离开公共事业就不是摩根合伙人应当做的了,比如亨利·戴维森那样。综观博金斯的职业生涯,他对权力富有野心。也许,向选举政治的转变可以满足他的愿望。但是,对于纽约金融界的一位最具创造力和工作效力的参与者,这样的重大转变使他远离了公众的视野。博金斯是大企业联合体的主要设计者,他缔造了国际收割机公司和美国钢铁公司,他通过大胆取消中间人提供人寿保险服务,扶植纽约人寿保险公司成为行业中排名前列的公司。

---

〔1〕关于摩尔斯从欧洲返回后的有关细节来自普林格勒(Pringle,1939),可通过下列网站下载:http://www.doctorzebra.com/prez/z-x27morse-g.htm#zree16。

〔2〕*New York Tribune*, June 19, 1920, p. 4.

〔3〕引自 George W. Perkins Collection, General File, Obituaries 1920. Box 18, Rare Books and Manuscripts, Butler Library, Columbia University。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

西奥多·罗斯福:在1907年大恐慌期间,因"严重干扰和关注"而闻名。[1]他对关于他的政策激发了恐慌的指责非常敏感。他写道:"我不认为我的政策与带来恐慌的环境生成有关。但是,我想,我很可能做了攻击和暴露的事情,这或多或少被几个州模仿,使恐慌早了一年或两年发生。然而,被延迟发生的恐慌绝对是糟糕的。"[2]与恐慌相关的另一个敏感点是,他批准了美国钢铁公司收购田纳西煤钢公司。他的批评者们认为,对于阻止恐慌,兼并是不必要的,而且这个案子向摩根和他的圈子输送了巨大的利益。因此,六年之后,罗斯福写道:"它只是遏制恐慌的一个选项,并且它确实遏制了恐慌……恐慌被终止,公众对于受到威胁的机构清偿能力的信心立即得到了恢复。"[3]

罗斯福本人就是一个原创品。他将公众能量、道义劝告、个人魅力和对强大的执行机构的信任结合在一起,这是此前任何一位总统都没有做到的。他改变了美国政治,尽管不像其他总统那样,头像被刻在拉什莫尔山上,但是,人们更多地记住了他的风格而不是他的外形。在最受欢迎的总统中,他是富有魅力的领导者,这反映在1904年占绝对优势的选举中,作为第三党参选人的1912年大选中突出的民意调查结果也证明了这一点。

传记作者H.W.布兰兹(H.W.Brands)写道:"对于罗斯福来说,令人迷惑的事实是,美国人民是如此爱戴他,但是,他们并不特别关注他。"[4]1908年之后,罗斯福再也没有重新获得"天字第一号(讲坛)"的权力。他的政治影响力主要在于一系列演说、文章以及退休后出版的书籍。他提出的进步主义计划对此后20世纪的美国总统产生了巨大的激励作用。1912年选举失败后,他踏上了巴西疑问河(the River of Doubt)的探险之旅,旅行中因体力付出和疾病使他羸弱不堪。他极力鼓吹美国要在海外施展武力。在第一次世界大战爆发时,他痛斥威尔逊的中立主义立场。1917年美国加入战争时,他的四个儿子都自愿入伍。最小的儿子昆汀(Quentin)的飞机被击落,于1918年战死。这使罗斯福陷入悲伤,但是他并没有完全停止为公众代言。1919年1月6日,罗斯福在熟睡中去世,死后葬于纽约长岛奥斯塔海湾赛格莫尔山的家乡。

---

〔1〕 道格拉斯·罗宾森的信件,1907年11月16日,出现于哈特和费尔勒格尔(Hart and Ferleger,1941:411)。
〔2〕 Hart and Ferleger (1941), p. 607.
〔3〕 Brands (1997), p. 812.
〔4〕 斯蒂尔曼的传记。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

詹姆士·斯蒂尔曼:1891～1909 年任国民城市银行总裁,并于 1909～1919 年任董事局主席。一位传记作者曾这样描述斯蒂尔曼:"着装认真、个子矮小的男人,总是戴着一顶高帽子,嘴里含着雪茄。有时他会 20 分钟默不吱声,只是用一双乌黑发亮的眼睛盯住你。他的尊严所散发出来的气息实在令人着迷。像许多可怕的人一样,他的可怕与他的心理力量一样强大,使其他人产生一种恐惧,而他喜欢不害怕他的人……在一天的工作中,明显紧张。显而易见的是,他高度专注,他对每一个问题都仔细核算。尽管他希望他的团队认真审视问题,但是,他不喜欢听到关于问题细节的讨论。"[1]

通过女儿嫁入洛克菲勒家族和洛克菲勒家族对国民城市银行的股票投资的双重联姻,斯蒂尔曼构造了同洛克菲勒利益集团的战略联盟。他和他的小伙伴富兰克·范德利普(Frank Vanderlip)领导了银行的重大转型,从莫塞斯·泰勒(Moses Taylor,1856～1882 年任总裁)一人操纵的银行转变为具有广泛战略意图的金融机构。泰勒既是一位实业家,也是一位银行家。相比之下,斯蒂尔曼尤其关注银行业,并且能够前瞻美国经济的重大变化,领导城市银行把握机会。斯蒂尔曼着眼于将国民城市银行打造成为可以满足新的大型公司所需要的"任何服务"的银行。1907 年 2 月,斯蒂尔曼在写给范德利普的信中说:

我坚信……最成功的银行将是那些能够做更多事情的银行,而不是仅做接受储蓄和发放贷款的银行。这并不需要非常高的能力,但是,设计出为人服务的方式和具有吸引力的商业方式,抛弃保守的或不盈利的方式。这将为学习、能力和资源提供无限的领域,但尚未发现有人这样去做。[2]

因此,国民城市银行拓展了服务范围,并将服务扩展到机构和个人,业务延伸到新的地区。斯蒂尔曼实施了多中心、多部门的组织重构。历史学家哈罗德·克利夫兰(Harold Cleveland)和托马斯·胡尔塔斯(Thomas Huertas)认为,20 世纪开始时,国民城市银行实际上已经是"现代"公司,成为行业领袖级企业。1918 年 3 月,斯蒂尔曼逝世,此时他仍在担任董事局主席。国民城市银行并购了纽约第一国民银行,组建了花旗银行——花旗集团的前身,2007 年花旗集团已经是美国最大的金融机构了。

---

[1] 引自胡尔塔斯(Huertas,1985:147—148)。最初引自詹姆士·斯蒂尔曼给弗兰克·A. 范德利普的信,1907 年 2 月 12 日,哥伦比亚大学。
[2] Friedman and Schwartz (1963), p. 411.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本杰明·斯特朗:担任银行家信托公司总裁并尽力履行职责,直到1914年被任命为第一任纽约联邦储备银行主席为止。他担任此职直到1928年10月因犯肠痈病去世,终年55岁。他是联邦储备系统的"主要推动者……关键人物"。[1] 他坚持国际合作帮助第一次世界大战后欧洲重建是必要的,他是"宽松货币"政策的重要推动者,这一政策驱动了20世纪20年代的股市繁荣,但也最终导致1929年的恐慌。[2]

在去世前写给另一位联邦储备银行主席的信中,斯特朗鼓吹,一旦发生又一次金融危机,要大胆使用公开市场操作来为市场注入流动性。遗憾的是,斯特朗的继任者无视这一忠告,三年间采取了压制通货膨胀的货币政策,导致了灾难性后果。经济学家弗里德曼和施瓦茨将大萧条的严重性归结为"系统内部权力的转变以及个人对权力转变缺乏理解和经验"。[3]《华尔街日报》称赞他说:"他的服务具有至高无上的价值。如果他的健康允许他再有三个月的时间全心全意地履行职责,那么今天就会是另一番景象。"[4]

弗兰克·A.范德利普:从1904年直至退休,一直为国民城市银行工作。在1907年大恐慌后,他最重要的贡献是,他充当了"阿德里奇计划"的影子写手,他草拟了建立现代联邦储备系统的建议案。[5] 1909年范德利普出任国民城市银行总裁。他的重要创新是在布宜诺斯艾利斯建立了国民城市银行第一家海外主要的商业银行机构。在1915年11月,他还领导了美国国际公司的组建,该公司的目标就是进行海外投资。范德利普对于斯蒂尔曼控制国民城市银行的投票权非常恼火,并寻找机会购进斯蒂尔曼手中的股票。斯蒂尔曼拒绝了。由于健康状况不佳,1917年大部分时间斯蒂尔曼都在巴黎度过。

范德利普继续提升银行的国际化水平,并且,在苏联十月革命后做出了一个令人遗憾的决定,即在莫斯科开办一家分支机构。这家分支机构的资产很快就

---

[1] 罗伯特(2000:13):"斯特朗为支持英国回到金本位所设计的'宽松货币'政策造成了对纽约证券交易所交易的股票价格投机兴起……但是,这样的情况不符合本杰明·斯特朗的意图,1928年他支持的关键决定是提高利率,迫使货币紧缩,从而降低股价,他是国家经济主义者。美国的高利率吸引了欧洲资本,导致了全球通货紧缩。斯特朗不遗余力地创建国际金本位制,成为世界范围通货紧缩的发动机。"

[2] Friedman and Schwartz (1963), p. 411.

[3] 引自《华尔街日报》论本杰明·斯特朗,《华尔街日报》引自《时代》杂志文章,1928年10月29日。可下载于 http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,928986,00.html。

[4] 在詹姆士·尼尔·普瑞姆所写的《一个不可避免的结局:圣路易斯联邦储备银行的建立》一书第二章中讨论了范德利普在联邦储备系统设计中的领导力。见 http://stlouisfed.org/publications/foregone/chapter-two.htm。

[5] 有关范德利普与斯蒂尔曼的关系来源于胡尔塔斯(1985)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

被国有化了，留给国民城市银行的是负担，即从纽约拿出美元来偿付该分支机构的储蓄——相当于国民城市银行资本的 40%。斯蒂尔曼回到了纽约，要求范德利普离职，此后不久，斯蒂尔曼辞世。银行的控制权传到了斯蒂尔曼儿子的手里。1919 年 6 月范德利普辞职。斯蒂尔曼的儿子被证明是一个毫无能力的首席执行官，1921 年 5 月辞职，公司管理权交给了具有职业经理人形象的新领导人，新领导人要求并被给予银行的股份收益。1927 年 6 月 29 日范德利普去世。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

附录 B:定义

认真阅读关于金融危机的广泛的文献,我们记起了刘易斯·卡罗尔(Lewis Carroll)的《爱丽丝漫游奇境记》(*Through the Looking-Glass*)中的矮胖子(Humpty Dumpty)和爱丽丝(Alice)的对话:

"当我使用一个词语时,"矮胖子用相当傲慢的语调说,"完全是我所要表达的意思,恰如其分。"

"问题是,"爱丽丝说,"你选择的词语是否能够表达如此众多的不同事物?"

"问题是,"矮胖子说,"谁是大师?——到此为止。"

对事物很好的分析开始于认真的定义——哲学家们告诉我们,抓住本质特征,避免循环论证,恰如其分地运用于事物分析,避免比喻的或晦涩的语言,进而描述什么是被反对的和什么是不被反对的。[1] 当问题在将来出现时,为了对金融危机分析提供帮助,这个附录提供了一些相关术语概览。

崩　溃

特指股价的急剧下跌。例如,查尔斯·金德尔伯格和罗伯特·阿尔贝尔

〔1〕 关于一个好定义的要素引自 Copi, Irving M., and Carl Cohen. 1998. Introduction to Logic, 10thed. New York: Prentice-Hall. 五个要素是:①关注重要特征。②避免循环论证。③抓住恰当的外延。④避免不着边际。⑤肯定的表述而不是否定的表述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(Robert Aliber)给出了这个问题的经典定义。他们将崩溃定义为“资产价格的坍塌或者一个重要的公司或银行的倒闭”。[1] 这并不是非常特别的定义:多大程度的坍塌是符合这个定义的条件?弗里德里克·明斯基(Frederic Mishkin)和尤金·怀特(Eugene White)写道:“表面上看,定义股市崩溃或坍塌是简单的。当你看见的时候,你就知道了。”[2]

恐 慌

恐慌指的是突发惊恐导致银行提款从而触发银行或整个金融系统的流动性危机。查尔斯·金德尔伯格和罗伯特·阿尔贝尔将恐慌定义为“‘突发而无因由的害怕’(来自潘恩大帝带来的恐惧),发生于资产市场或者涉及资产从缺乏流动性的证券转换为货币或政府债券——相信政府不会破产,因为政府总是印制更多的货币”。[3] 查尔斯·卡洛米瑞斯(Charles Calomiris)做了一点关键补充:迅速取款一定程度上迫使银行或系统停止将储蓄转换为现金,因此,银行要么关门,仅满足每一个提款申请的部分要求;要么以代用券或清算所权证的方式发行货币替代凭证。[4] 诺伊斯(Noyes)写道:“区别(首次大规模的)恐慌与投机市场中经常发生的小规模的金融动荡以及产业倒退,注意5点:第一,信用危机是如此严重,它涉及储户从银行那里拿回现金,以及所有信用机构的实际货币活动停滞;第二,通过从银行取出大量的现金,个人普遍囤积货币……第三,金融无助状况出现,不断从海外借入或买进大量的黄金……第四,突发的且大规模的制造业倒闭……第五,全国性的购买需求消失。”[5]

金融危机

这是一个一般性术语,它包含了崩溃和恐慌,表示银行和其他金融中介机构

[1] Kindleberger, Charles, and Robert Aliber. 2005. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, 5th ed. New York: John Wiley and Sons, p. 94.

[2] Mishkin, Frederick S., and Eugene N. White. 2003. “U.S. Stock Market Crashes and Their Aftermath: Implications for Monetary Policy,” chapter 6 in W. C. Hunter, G. G. Kaufman, and M. Pomerleano (eds.), *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*. Cambridge: MIT Press, p. 55.

[3] Kindleberger and Aliber (2005), p. 94.

[4] Calomiris (2000), p. 112.

[5] Noyes (1909a), p. 186.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

承受了很大压力,通常导致严重的机构倒闭和国民经济的剧烈收缩。1907 年的事件就是这样的。明斯基和怀特将金融危机界定为:"由于金融市场的扰动,逆向选择和道德风险问题变得更加严重,以至于金融市场无法有效地向那些拥有最具生产力的投资机会的实体融通资金。结果是,金融危机驱动经济偏离金融系统绩效良好、高产出水平的均衡状态,进入产出水平急剧下降的状态。"[1]

清偿能力不足

当公司或银行的负债超过资产时,就发生了这种情况。破产的一个条件就是宣布清偿能力不足。

流动性不足

描述的是这样一种环境。在这种环境下,当偿付责任需要履行时,公司无力向债权人给付(或者,银行无力向储户给付)。流动性不足是指获取现金的不可得性。公司或银行会出现流动性不足,但是,流动性不足不等于清偿能力不足。

狂热

查尔斯·金德尔伯格和罗伯特·阿尔贝尔给出了一般性解释来界定狂热:"剧烈的但并非经常性的……与商业周期的扩张阶段相关"[2];"……涉及当前和预期将来房地产或货币或商品的上涨,预期的未来价格与同样的房地产或股票在远期的价格并不一致"[3];"强调非理性"[4];"理性的丧失,近似于大众的歇斯底里。"[5]

---

[1] Mishkin (1991), p. 1.
[2] Kindleberger and Aliber (2005), p. 9.
[3] Kindleberger and Aliber (2005), p. 10.
[4] Kindleberger and Aliber (2005), p. 25.
[5] Kindleberger and Aliber (2005), p. 33.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

泡沫

查尔斯·金德尔伯格和罗伯特·阿尔贝尔将泡沫界定为:"一个表达属性的术语,表示周期的狂热阶段资产价格的提高"[1];"预示着某些资产价值最终会破灭。经济学家运用泡沫术语意指某一资产或证券或商品价格对'基础价值'的偏离程度,以至于这样的偏离无法用基础价值加以解释……价格向上变动一旦超过 15 个月到 40 个月的区间,就会破灭"。[2] 在关于郁金香狂热一书中,迈克·戴什(Mike Dash)把泡沫界定为:"除了投机者,商品价格远远超过任何人真正认可的价值,这样的繁荣就是泡沫。"[3]罗伯特·席勒(Robert Shiller)将"投机泡沫"界定为:"暂时的高价主要是基于投资者的热情而非基于长期一贯的对真实价值的估计。"[4]席勒补充说:"我认为,投机泡沫的传统内涵是这样一个期间,在此期间,投资者被非理性投资所吸引,因为上升的价格鼓励他们进行某种程度的无意识预期,进而导致更大的价格上升。这样的反馈不断增进——伴随着人们越来越被吸引,价格越涨越高。当人们预期价格不会再提高时,泡沫就到头了,于是,需求下降,市场崩溃。"[5]

1926 年出版的帕尔格雷夫《政治经济学词典》(*Dictionary of Political Economy*)将"泡沫"定义为:"伴随着严重投机的不稳健行为。"[6]彼得·格尔贝尔(Peter Garber)指出:"泡沫……是有一定内涵但是缺乏可操作性的模糊术语……如果我们出现了严重的资产价格误判,我们会说这里有泡沫。可以肯定地说,一些情况正在发生,但是,我们无力解释,我们把它们称为随机扰动。在资产定价研究中,我们给它一个名字,即泡沫——求助于一个说不清、道不明的心理故事。"[7]

---

[1] Kindleberger and Aliber (2005), p. 11.
[2] Kindleberger and Aliber (2005), p. 25.
[3] Dash, Mike. 1999. *Tulipomania*. New York: Three Rivers Press, p. 219.
[4] Shiller, Robert. 2000. *Irrational Exuberance*. Princeton: Princeton University Press, p. xii.
[5] Shiller (2003), "Diverse Views on Asset Bubbles," chapter 4, p. 35.
[6] Palgrave, R. H. 1926. *Dictionary of Political Economy*. London: Macmillan, quoted in Garber, Peter M. 2001. *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*. Cambridge: The MIT Press, p. 7.
[7] Garber (2001), p. 4.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有些经济学家,比如艾伦·梅尔茨(Allan Meltzer)[1]和奥利菲尔·布兰查德(Oliver Blanchard)[2],认为对基础价值的有些偏离可能是理性的,例如,市场价格决定于它们被预期的变动程度。也就是说,也许资产价格变化会自我实施。梅尔茨写道:"泡沫现象无法被(某些理性假说)解释。在这个意义上,泡沫只是赋予某种现象一个名称,可以被其他假说解释……'泡沫'是我们为无法用标准假说解释的现象起的一个名字。"[3]

当我们用其他方法来界定这个术语时,下面所列举的一些特征都是接近资产价格泡沫顶端时已经被观察到的情况:[4]

- 数倍于真实价值的过高估值和过度交易通过价格的急剧提高反映出来。
- 资产的强劲需求:申报股票首次公开发行的公司过多,大量的参与人从事公司、自然资源和房地产的拍卖活动。
- 对未来价格提高的可持续性持乐观主义的态度。
- 幼稚的、毫无经验的、不谙世事的投资者大量进入市场。当他发现能够从擦皮鞋的伙计那里得到股票投资建议时,伯纳德·巴鲁克(Bernard Brauch)在1929年初就卖出了他所有的股票。
- 高谈阔论所谓"新范式"导致不可靠的长期投资收益最大化。在网络经济繁荣时期,就有这样的例子。"这次完全不同"是投资中最危险的一种态度。
- 超级并购案。这些并购案改变了竞争格局和(或)可以为投资者提供参考的局势。1998年旅行者保险公司(Travelers Insurance)收购花旗银行,标志着对于全能银行禁止性监管的终结。超级并购的大胆行为强化了"新范式"思维。
- 交易方式的设计以及证券、技术和商品与服务的创新。时至1907年出现了信托公司、新的国民消费品牌的产品以及电话、汽车和家用电器的普及。约瑟夫·熊彼特强调在经济周期中创新者和企业家对于激发新的周期阶段的作用。

---

[1] Meltzer, Allan H. 2003. "Rational and Nonrational Bubbles," chapter 3, in W. C. Hunter, G. G. Kaufman, and M. Pomerleano (eds.), *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*, Cambridge: MIT Press.

[2] See, e.g., Blanchard, Olivier. 1979. "Speculative Bubbles, Crashes and Rational Expectations," *Economic Letters* 3, 387—389; and Blanchard, O. J., and M.W.Watson.1982."Bubbles, Rational Expectationsand Speculative Markets," in P. Wachtel (ed.), *Crisis in Economic and Financial Structure: Bubbles, Bursts, and Shocks. Lexington*, Mass.: Lexington Books.

[3] Meltzer (2003), p. 24.

[4] 作者的分析,综合了田园调查结果和其他学者的观点,他们包括席勒(2000);查尔斯·金德尔伯格和罗伯特·阿尔贝尔(2005);拉韦斯顿(2004);W.C.亨特、G.G.考夫曼和M.鲍默尔里诺(2003)以及卡沃里(2004)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 激进的融资。银行降低了信用标准,从而对"廉价信用"的借款人有利。
- 监管者和其他监管机构放松了其对金融中介和投资者行为的管理。
- 激进的经济新闻。例如,报道说,近来有了长足的增长。
- 媒体炒作和重大的公众利益宣传。价格提高、巨额利润、超级并购常常关乎每一个人的利益,经常被登上头版头条。

非理性繁荣

过去关于这个术语定义的核心意思是指对于不稳定的心理感受。美联储主席艾伦·格林斯潘于 1996 年 12 月 5 日关注到非理性繁荣,他认为,非理性繁荣是指股市的价格水平不反映经济基本面的价值水平。[1] 罗伯特·席勒将非理性繁荣定义为"站在投资者的角度,他们希望我们对于我们所处的境况全然无知"。[2] 股票市场进一步显著上升之后,1999 年 2 月 23 日格林斯潘被问及是否认为市场出现了非理性繁荣。他回答说,非理性是"事后你才能够知晓的事情"。

彼得·格尔贝尔批评说,这些定义是"模糊不清的""糟糕的",并指出这些定义描述的是,在金融市场历史的一个时期里,分析者简单认为的价格变动,而不是决定人们行为的心理(非理性)状态。但是,现在,行为经济学者已经获得了评估投资者情感的工具。罗伯特·席勒构造了一个泡沫预期指数,这是基于资产价格水平的估计和未来增长水平的展望而构造的指数。[3] 他的测度结果表明了 1999 年的股市和 2006 年的房地产市场出现了过度的乐观主义。

关键问题是,并非所有爆炸式的价格变动都是泡沫、狂热或非理性繁荣。正如艾伦·梅尔茨所指出的,20 世纪 20 年代德国资产价格爆炸式提高是对帝国银行货币扩张政策的回应。[4]

---

[1] 艾伦·格林斯潘的演说是完全值得一读的,参见 http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/speeches/1996/19961205.html。
[2] Shiller (2000), p.12.
[3] Shiller(2000), p.63.
[4] Meltzer (2003), pp. 23, 27.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

参考文献

主要研究资料

我们对 1907 年事件的研究源自下列文件档案中所涉的日记、信件、电报、备忘录、注释、新闻剪报、回忆录：

- Benjamin Strong Papers, Federal Reserve Bank of New York, New York.
- George W. Perkins Papers, Rare Book and Manuscript Library, Columbia University, New York, New York.
- Herbert L. Satterlee Papers, Morgan Library and Museum, New York, New York.
- J. S. Morgan & Company Papers, Guildhall Library, London, United Kingdom.
- Morgan Grenfell & Company Papers, Guildhall Library, London, United Kingdom.
- Morgan Family Papers, Morgan Library and Museum, New York, New York.
- Thomas W. Lamont Papers, Baker Library, Harvard Graduate School of Bus-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

iness Administration, Boston, Massachusetts.

- Frank A. Vanderlip Papers, Butler Library, Columbia University, New York, New York.
- Otto C. Heinze Papers, Butte-Silver Bow Public Archives, Butte, Montana.

下列三份期刊提供了当时重要的交流观点和报道：

- *Commercial and Financial Chronicle*, volume 84, 1907.
- *New York Times*, 1907.
- *Wall Street Journal*, 1907.

关于对 20 世纪第一个 10 年的生活的真实看法，我们参阅了剑桥大学出版社出版的《不列颠百科全书》(Encyclopedia Britannica)第 11 版。

公开出版的各类国会听证会文档被用来补充当时的记述，这些听证会包括 1910 年国家货币委员会听证会、1912—1913 年普若调查委员会听证会以及 1913 年联邦储备法案听证会。我们还援引了 1907 年事件观察者所写的史料和传记，如萨特利、科柳斯和塔贝尔的著作。关于大恐慌前、大恐慌中和大恐慌后的西奥多·罗斯福思想的记载尤其富有价值。

- E. E. Morison, ed., *The Letters of Theodore Roosevelt*, volumes 2—6, Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

最后，我们从《商业与金融纪事》各辑以及下列数据来源获得了关于制造业产出和股票、债券、货币、商品的价格和交易量的大量数据：

- National Bureau of Economic Research, databases on economic output.
- International Finance Center, Yale University School of Management, original databases on security prices.

公开出版的作品

Akerlof, George. 1970. "The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism." *Quarterly Journal of Economics* 84: 488—500.

Allen, Frederick Lewis. 1935. *The Lords of Creation*. New York: Harper & Row.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

——. 1949. *The Great Pierpont Morgan*. New York: Harper & Brothers Publishers.

——. 1952. *The Big Change: America Transforms Itself 1900—1950*. New York: Harper & Brothers.

Andrew, A. Piatt. 1908a. "Hoarding in the Panic of 1907." *Quarterly Journal of Economics* 22:290—299.

——. 1908b. "Substitutes for Cash in the Panic of 1907." *Quarterly Journal of Economics* 22:488—498.

——. 1910. *Statistics for the United States, 1867—1909. National Monetary Commission*. 61st Congress, 2nd Session, Senate, Doc. 570. Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office.

Anonymous. 1908. "*Bonum Meritum.*" *A War of Words between President Roosevelt and J. Pierpont Morgan Concerning Railroad, Tariff, and Trust Questions and the Panic of* 1907 *as Supposed by the Author*. Chicago: M. A. Donohue & Company.

Baker, Malcolm, Richard S. Ruback, and Jeffrey Wurgler. 2004. "Behavioral Corporate Finance: A Survey." In Espen Eckbo (ed.). 2006. *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*. New York: Elsevier/North Holland.

Barry, John M. 2004. *The Great Influenza: The Epic Story of the Deadliest Plague in History*. New York: Viking.

Beard, Patricia. 2003. *After the Ball: Gilded Age Secrets, Boardroom Betrayals, and the Party That Ignited the Great Wall Street Scandal of 1905*. New York: HarperCollins.

Beinhocker, Eric. 2006. *The Origin of Wealth: Evolution, Complexity, and the Radical Remaking of Economics*. Boston: Harvard Business School Press.

Bernanke, Benjamin. 2006. "Hedge Funds and Systemic Risk" speech. Downloaded from www.federalreserve.gov/Boarddocs/speeches/2006/200605162/default.html.

Blum, John Morton. 1977. *The Republican Roosevelt*. Cambridge, Mass.: Har-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

vard University Press.

Bookstaber, Richard. 2007. *A Demon of Our Own Design*. New York: John Wiley & Sons.

Bordo, Michael D. 1985. "The Impact and International Transmission of Financial Crises: Some Historical Evidence, 1870—1933." *Revista di storia economica*, 2nd ser., vol. 2: 41—78.

——. 2000. "Are Financial Crises Becoming Increasingly Contagious? What Is the Historical Evidence on Contagion?" Rutgers University, working paper, downloaded at www1. worldbank. org/economicpolicy/managing% 20volatility/contagion/documents/Bordo-Murshid.pdf.

Bordo, Michael D., and Christopher M. Meissner. 2005. "Financial Crises, 1880—1913: The Role of Foreign Currency Debt." Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, working paper 11173.

Boyer, Brian H., Tomomi Kumagai, and Kathy Yuan."How Do Crises Spread? Evidence from Accessible and Inaccessible Stock Indices." *Journal of Finance* 61:957—1003, and downloaded from SSRN (January 2005). AFA 2003 Washington, D.C. Meetings. Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=341940.

Brandeis, Louis. 1914. *Other People's Money*, downloaded from http://library. louisville. edu/law/brandeis/opm-ch1.html.

Brands, H.W. 1997. TR: *The Last Romantic*. New York: Basic Books.

Brown, Clair, John Haltiwanger, and Julia Lane. 2006. *Economic Turbulence: Is a Volatile Economy Good for America?* Chicago: University of Chicago Press.

Brownlee, W. Elliot. 1979. *Dynamics of Ascent: A History of the American Economy*, 2nd ed. New York: Knopf.

Bulmer, Martin, Kevin Bales, and Kathryn Kish Sklar (eds.). 1991. *The Social Survey in Historical Perspective, 1880—1940*. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press.

Burr, Anna Robeson. 1927. *The Portrait of a Banker: James Stillman 1850—1918*. New York: Dufield & Company.

Cahill, Kevin J. 1998. "The U. S. Bank Panic of 1907 and the Mexican Depres-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

sion of 1908—1909." *The Historian* 60: 795—785.

Calomiris, Charles W. 2000. *U.S. Bank Deregulation in Historical Perspective*. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press.

Calomiris, Charles W., and Gary Gorton. 1991. "The Origins of Banking Panics: Models, Facts, and Bank Regulation." In R. Glenn Hubbard (ed.), *Financial Markets and Financial Crises*. Chicago: University of Chicago Press. This was also published as a chapter by the same title in Charles W. Calomiris (ed.). (2000). *U. S. Bank Regulation in Historical Perspective*. Cambridge, U. K.: Cambridge University Press.

Calverley, John P. 2004. *Bubbles and How to Survive Them*. London: Nicholas Brealey Publishing.

Cannon, James G. 1910. "Clearing House Loan Certificates and Substitutes for Money Used During the Panic of 1907," speech delivered before the Finance Forum, New York City, March 30, 1910. Baker Library, Harvard Business School.

Capen, E.C., R.V. Clapp, and W.M. Campbell. 1971. "Competitive Bidding in High-Risk Situations," *Journal of Petroleum Technology* (June): 641—645.

Carlson, Mark. Undated. "Causes of Bank Suspensions in the Panic of 1893." Washington, D.C.: U.S. Federal Reserve Board, working paper.

Carosso, Vincent P. 1970. *Investment Banking in America*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

——. 1987. *The Morgans: Private International Bankers, 1854—1913*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

Chan, Nicholas, Mila Getmansky, Shane Haas, and Andrew Lo. 2005. "Systemic Risk and Hedge Funds," manuscript prepared for NBER Conference on Risks of Financial Institutions, dated August 1, 2005. To appear in M. Carey and R. Stulz, eds., *The Risks of Financial Institutions and the Financial Sector*. Chicago: University of Chicago Press. Downloaded at http://web.mit.edu/alo/www/Papers/systemic2.pdf.

Chandler, Lester V., 1958. *Benjamin Strong: Central Banker*. Washington, D.C.: The Brookings Institution.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Chapin, Robert Coit. 1909. "The Standard of Living among Workingmen's Families in New York City." New York City Charities publication committee, Russell Sage Foundation.

Chernow, Ron. 1990. *The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance*. New York: Atlantic Monthly Press.

——. 1998. *Titan: The Life of John D. Rockefeller Sr*. New York: Random House.

Cleveland, Harold van B., and Thomas F. Huertas. 1985. *Citibank, 1812—1970*. Boston: Harvard University Press.

Clews, Henry. 1973. *Fifty Years in Wall Street*. New York: Arno Press (originally published in 1908).

Cohen, Lizabeth. 1990. *Making a New Deal, Industrial Workers in Chicago, 1919—1939*. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press.

Cooper, John Milton. 1983. *The Warrior and the Priest: Woodrow Wilson and Theodore Roosevelt*. Cambridge, Mass.: Belknap Press of Harvard University Press.

Corey, Lewis. 1930. *The House of Morgan: A Social Biography of the Masters of Money*. New York: G. Howard Watt.

Cotter, Arundel. 1916. *The Authentic History of the United States Steel Corporation*. New York: Brody Magazine and Book Company.

Cowan, Ruth Schwartz. 1983. *More Work for Mother: The Ironies of Household Technology from the Open Hearth to the Microwave*. New York: Basic Books.

Crocker, Ruth Hutchinson. 1992. *Social Work and Social Order: The Settlement Movement in Two Industrial Cities, 1889—1930*. Urbana and Chicago: University of Illinois Press.

Crowther, Samuel. 1933. *Life of George W. Perkins*. Unpublished biography found among the papers of J. P. Morgan, Jr., Box 107.

Curran, Thomas J. 1975. *Xenophobia and Immigration, 1820—1930*. Boston: Twayne Publishers, a division of G. K. Hall & Co.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Daniels, Roger. 2004. *Guarding the Golden Door: American Immigration Policy and Immigrants since 1882*. New York: Hill and Wang.

Dash, Michael. 1999. *Tulipomania*. New York: Three Rivers Press.

Davis, Allen F. 1967. *Spearheads for Reform: The Social Settlements and the Progressive Movement, 1890—1914*. New York: Oxford University Press.

Davis, Emry. 1913. *Important Issues of the Day*. New York: Author.

Davis, Joseph H. 2004. "A Quantity-Based Annual Index of U.S. Industrial Production, 1790—1915," *Quarterly Journal of Economics* 119: 1177—1215.

De Long, J. Bradford. 1991. "Did Morgan's Men Add Value? An Economist's Perspective on Financial Capitalism." In *Inside the Business Enterprise: Historical Perspectives on the Use of Information*. Chicago: University of Chicago Press.

Deutsch, Sarah. 2000. *Women and the City, Gender, Space, and Power in Boston, 1970—1940*. New York: Oxford University Press.

Diamond, Douglas W., and Philip H. Dybvig. 1983. "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity." *Journal of Political Economy* 91(*June*): 401—419.

Diner, Stephen J. 1998. *A Very Different Age: Americans in the Progressive Era*.New York: Hill & Wang.

Dodd, Donald B. 1993. *Historical Statistics of the States of the United States: Two Centuries of the Census, 1790—1990*. Westport, Conn.: Greenwood Press.

Donaldson, R. Glenn. 1992. "Sources of Panics: Evidence from the Weekly Data."*Journal of Monetary Economics* 31: 277—305.

——. 1993. "Financing Banking Crises: Lessons from the Panic of 1907."*Journal of Monetary Economics* 31: 69—95.

Eisenach, Eldon J. 1994. *The Lost Promise of Progressivism*. Lawrence: University of Kansas.

Ethington, Philip J. 1996. *The Public City: The Political Construction of Urban Life in San Francisco, 1850—1900*. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press.

Ewen, Elizabeth. 1985. *Immigrant Women in the Land of Dollars: Life and*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Culture on the Lower East Side, 1890—1925. New York: Monthly Review Press.

Fink, Leon (ed.). 2001. *Major Problems in the Gilded Age and the Progressive Era*, 2nd ed. New York: Houghton Mifflin.

Fitzgerald, Keith. 1996. *The Face of the Nation, Immigration, the State, and the National Identity*. Stanford, Calif.: Stanford University Press.

Fitzpatrick, Ellen. 1990. *Endless Crusade: Women Social Scientists and Progressive Reform*. Oxford: Oxford University Press.

Forbes, John Douglas. 1981. *J. P. Morgan, Jr. 1867—1943*. Charlottesville: University of Virginia.

Friedman, Milton, and Anna Schwartz. 1963. *A Monetary History of the United States, 1867—1960*. Princeton: Princeton University Press.

Gage, Beverley. 2006. *The Day Wall Street Exploded*. Oxford: Oxford University Press.

Garber, Peter M. 2001. *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*. Cambridge, Mass.: MIT Press.

Garraty, John A. 1957. *Right-Hand Man: The Life of George W. Perkins*. New York: Harper & Brothers.

Geisst, Charles R. 1997. *Wall Street: A History*. Oxford: Oxford University Press.

Gordon, John Steele. 1999. *The Great Game: The Emergence of Wall Street as a World Power 1653—2000*. New York: Scribner.

Gordon, Linda. 1994. *Pitied but Not Entitled, Single Mothers and the History of Welfare*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

Gorton, Gary. 2008. "The Subprime Panic," working paper, September 30, 2008, downloaded from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm? abstract id=1276047.

Gorton, Gary, and Lixim Huang. 2002. "Banking Panics and the Origin of Central Banking," Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, working paper 9137.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Gould, Lewis L. 2001. *America in the Progressive Era 1890—1914*. London: Pearson Education Limited.

Graham, Otis L. 1971. *The Great Campaigns: Reform and War in America, 1900—1928*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall.

Greenspan, Alan. 2007. The Age of Turbulence. New York: Penguin.

Harbaugh, William Henry. 1963. *The Life and Times of Theodore Roosevelt*. New York: Collier Books.

Harris, Larry. 2003. *Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*. Oxford: Oxford University Press.

Hart, Albert B., and Herbert R. Ferleger. 1941. *Theodore Roosevelt Cyclopedia*. New York: Roosevelt Memorial Association.

Harvey, George. 1928. *Henry Clay Frick: The Man*. Washington, D.C.: Beard-Books.

Hays, Samuel P. 1964. "The Politics of Reform in Municipal Government in the Progressive Era." *Pacific Northwest Quarterly* 55(4) (October): 157—169.

Horwitz, Steven. 1990. "Competitive Currencies, Legal Restrictions, and the Origins of the Fed: Some Evidence from the Panic of 1907." *Southern Economic Journal* 56: 639—649.

Hoyt, Edwin P. Jr. 1966. The House of Morgan. New York: Dodd, Mead & Company.

——. 1967. *The Guggenheims and the American Dream*. New York: Funk & Wagnalls.

Hunter, William C., George G. Kaufman, and Michael Pomerleano (eds.). 2003. *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*. Cambridge, Mass.: MIT Press.

Huston, James L. 1987. *The Panic of* 1857 *and the Coming of the Civil War*. Baton Rouge: Louisiana State University Press.

Issel, William. 1988. "'Citizens Outside the Government': Business and Urban Policy in San Francisco and Los Angeles, 1890—1932." *Pacific Historical Review* 57(2) (May): 117—145.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Kaminski, Graciela, and Sergio Schmukler. 1999. "On Booms and Crashes: Stock Market Cycles and Financial Liberalization." George Washington University and The World Bank, working paper.

Kemmerer, E. W. 1910. *Seasonal Variations in the Relative Demand for Money and Capital in the United States*. National Monetary Commission. 61st Cong. 2d Sess. Senate Doc. 588. Washington D.C.: U.S. Government Printing Office.

Keynes, John Maynard. 1909. "Recent Economic Events in India." *Economic Journal* 19 (March): 51—67.

——. 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.

Kindleberger, Charles. 1978. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. New York: Basic Books. This book has been revised and published to the most recent edition (5th) dated 2005 that lists Charles P. Kindleberger and Robert Aliber as co-authors.

Kloppenberg, James T. 1986. *Uncertain Victory*. Oxford: Oxford University Press.

Krugman, Paul. 2008. *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. New York: Norton.

Lacey, Michael J., and Mary O. Furner (eds.). 1993. *The State and Social Investigation in Britain and the United States*. Cambridge, U.K.: International Center for Scholars and Cambridge University Press.

Lamont, Thomas W. 1975. *Henry P. Davison: The Record of a Useful Life*. New York: Arno Press, A New York Times Company.

Leiby, James. 1978. *A History of Social Welfare and Social Work in the United States*. New York: Columbia University Press.

Lissak, Rivka Shpak. 1989. *Pluralism & Progressives: Hull House and the New Immigrants, 1890—1919*. Chicago: University of Chicago Press.

Lowenstein, Roger. 2004. *The Origins of the Crash: The Great Bubble and Its Undoing*. New York: Penguin Press.

Mandelbrot, Benoit. 2004. *The (Mis)Behavior of Markets: A Fractal View of*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Risk, Ruin, and Reward. New York: Basic Books.

Mason, Alpheus T. 1975. "The Case of the Overworked Laundress." In John A. Garraty (ed.), *Quarrels that Have Shaped the Constitution*. New York: Harper & Row.

Massachusetts State Department of Health. 1917. *The Food of Working Women in Boston*. Boston: Wright & Potter Printing Co.

McCormick, Richard L. 1981. *From Realignment to Reform: Political Change in New York State 1893—1910*. Ithaca, N.Y.: Cornell University Press.

——. 1986. *The Party Period and Public Policy: American Politics from the Age of Jackson to the Progressive Era*. Oxford: Oxford University Press.

McGerr, Michael. 2003. *A Fierce Discontent: The Rise and Fall of the Progressive Movement in America*. Oxford: Oxford University Press.

McNelis, Sarah. 1968. *Copper King at War: The Biography of F. Augustus Heinze*. Missoula, Mont.: University of Montana Press.

Mills, A. L. 1908. "The Northwest in the Recent Financial Crisis," *Annals of the American Academy of Political and Social Science* 1(31): 113—119.

Mishkin, Frederic S. 1990. "Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective," Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, working paper 3400; and in R. Glenn Hubbard (ed.). 1991. *Financial Markets and Financial Crises*. Chicago: University of Chicago Press.

——. 1991. "Anatomy of a Financial Crisis." Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, working paper 3934, 4; published under. "Anatomy of a Financial Crisis." *Journal of Evolutionary Economics* 2(2): 115—130.

Mishkin, Frederic S., and Eugene N. White. 2003. "U.S. Stock Market Crashes and Their Aftermath: Implications for Monetary Policy," in William C. Hunter, George G. Kaufman, and Michael Pomerleano (eds.), *Asset Price Bubbles*. Cambridge, Mass.: MIT Press.

Moen, Jon, and Ellis W. Tallman. 1992. "The Bank Panic of 1907: The Role of Trust Companies." *Journal of Economic History* 52: 611—630.

More, Louise Bolard. 1907. *Wage Earners' Budgets: A Study of Standards*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

and Costs of Living in New York City.New York: H. Holt.

Morison, Elting E. (ed.). 1952. *The Letters of Theodore Roosevelt*, vols. 1—8. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

Morris, Edmund. 2001. *Theodore Rex*. New York: Random House.

Muncy, Robyn. 1991. *Creating a Female Dominion in American Reform, 1890—1935*. Oxford: Oxford University Press.

Noyes, Alexander D. 1909a. "A Year after the Panic of 1907." *Quarterly Journal of Economics* 23: 185—212.

——. 1909b. *Forty Years of American Finance*. New York: G. P. Putnam's Sons, The Knickerbocker Press.

Odell, Kerry A., and Marc D. Weidenmier. 2002. "Real Stock, Monetary Aftershock: The San Francisco Earthquake and the Panic of 1907," Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, working paper 9176.

O'Grada, Cormac, and Eugene N. White. 2002. "Who Panics during Panics? Evidence from a Nineteenth Century Savings Bank." Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, working paper 8856.

O'Toole, Patricia. 2005. *When Trumpets Call: Theodore Roosevelt After the White House*. New York: Simon & Schuster.

Parthemos, James. 1988. "The Federal Reserve Act of 1913 in the Stream of U. S. Monetary History." *Economic Quarterly* 74 (July/August): 19—28.

Payne, Elizabeth Anne. 1988. *Reform, Labor, and Feminism: Margaret Dreier Robins and the Women's Trade Union League*. Urbana, Ill.: University of Illinois Press.

Perkins, Dexter. 1956. *Charles Evans Hughes and American Democratic Statesmanship*. Boston: Little, Brown and Company.

Pringle, Henry F. 1931. *Theodore Roosevelt: A Biography. New York*: Harcourt, Brace and Company.

——. 1939. *The Life and Times of William Howard Taft: A Biography*. New York: Farrar & Rinehart, Inc.

Raftery, Judith. 1994. "Los Angeles Clubwomen and Progressive Reform," in

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

William Deverell and Tom Sitton (eds.), *California Progressivism Revisited*. Berkeleyand Los Angeles: University of California Press.

Ramirez, Carlos. 1995. "Did J. P. Morgan's Men Add Value? Corporate Investment, Cash Flow, and Financial Structure at the Turn of the Century." *Journal of Finance* 50: 661—678.

Ranciere, Romain, Aaron Tornell, and Frank Westermann. 2005. "Systemic Crises and Growth." CESifo working paper 1451. Downloaded from http://SSRN.com/ abstract=708994.

Reinhart, Carmen N. and Kenneth S. Rogoff. 2008. "Is the 2007 U.S. Sub-prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison." NBER Working Paper 13761, January.

Ripley, William Z. 1916. *Trusts, Pools, and Corporations*. Boston: Ginn and Company.

Roberts, Priscilla. 2000. "Benjamin Strong, the Federal Reserve, and the Limits to Interwar American Nationalism." *Economic Quarterly* (March 22).

Rockoff, Hugh 2000. "Banking and Finance, 1789—1914." Chapter 14, in Stanley L. Engerman and Robert E. Gallman (eds.), *The Cambridge Economic History of the United States*, vol. Ⅱ, "The Long Nineteenth Century." Cambridge, U.K.: Cambridge University Press.

Rodgers, Daniel T. 1992. "Republicanism: The Career of a Concept." *Journal of American History* 79(1) (June): 11—38.

Roll, Richard. 1986. "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers." *Journal of Business* 59(2): 197—216.

Roosevelt, Theodore. 1913. *An Autobiography*. New York: Charles Scribner and Sons.

Sandel, Michael. 1996.*Democracy's Discontent: America in Search of a Public Philosophy*. Cambridge, Mass.: Belknap Press of Harvard University Press.

Satterlee, Herbert L. 1939. J. Pierpont Morgan: *An Intimate Portrait*. New York: Mac—Millan.

Schumpeter, Joseph A. 1976. *Capitalism, Socialism and Democracy*. New

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

York: Harper & Row (originally published in 1942).

——. 2004. The Theory of Economic Development. New Brunswick, N. J.: Transaction Publishers (originally published in 1934).

Scott, Anne Firor. 1991. Natural Allies: *Women's Associations in American History*. Urbana: University of Illinois Press.

Silber, William L. 2006. *When Washington Shut Down Wall Street: The Great Financial Crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Sklar, Katheryn. 1993. "The Historical Foundations of Women's Power in the Creation of the American Welfare State, 1830—1930," in Seth Koven and Sonya Michel (eds.), *Mothers of a New World: Maternalist Politics and the Origins of Welfare States*. New York: Routledge.

Skocpol, Theda. 1992. *Protecting Soldiers and Mothers: The Political Origins of Social Policy in the United States*. Cambridge, Mass.: Belknap Press of Harvard University Press.

Smith, Dennis. 2005. *San Francisco Is Burning: The Untold Story of the* 1906 *Earthquake and Fires*. New York: Viking Press.

Sobel, Robert. 1988. Panic on Wall Street: A Classic History of America's Financial Disasters—with a New Explanation of the Crash of 1987. New York: E. P. Dutton, Truman Talley Books (originally published in 1968).

Sprague, O. M. W. 1908. "The American Crisis of 1907," *Economic Journal* (September): 353—372.

——. 1910. *A History of Crises under the National Banking System*. National Monetary Commission. Washington. D.C.: U.S. Government Printing Office.

Sornette, Didier. 2003. *Why Stock Markets Crash: Critical Events in Complex Financial Systems*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Stiglitz, Joseph. 2003. *The Roaring Nineties*. New York: Norton.

Strouse, Jean. 1999. *Morgan: American Financier*. New York: Random House.

Swiss Re. 2006. "A Shake in Insurance History: The 1906 San Francisco Earthquake" (January).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Taft, William H. 1908. *Present Day Problems: A Collection of Addresses Delivered on Various Occasions*. New York: Dodd, Mead & Company.

Taleb, Nassim Nicholas. 2004. Fooled by Randomness: *The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets*. New York: Random House.

Tallman, Ellis W., and Jon R. Moen. 1990. "Lessons from the Panic of 1907." *Economic Review* 75(May/June): 2—13.

——. 1995. "Private Sector Responses to the Panic of 1907: A Comparison of New York and Chicago." *Economic Review* 80(March): 1—9.

Tarbell, Ida. 1933. *The Life of Elbert H. Gary: A Story of Steel*. New York: D. Appleton-Century Company, Inc.

Thomas, Gordon, and Max Morgan Witts. 1971. *The San Francisco Earthquake*. New York: Stein and Day.

Tichenor, Daniel J. 2002. *Dividing Lines: The Politics of Immigration Control in America*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Torpey, John. 2003. "Passports and the Development of Immigration Controls in the North Atlantic World During the Long Nineteenth Century." Chapter 5, in Andreas Fahrmeir, Olivier Faron, and Patrick Weil (eds.), *Migration Control in the North Atlantic World: The Evolution of State Practices in Europe and the United States from the French Revolution to the Inter-War Period*. New York, Oxford: Berghahn Books.

Unger, Nancy C. 2000. *Fighting Bob LaFollette: The Righteous Reformer*. Chapel Hill: University of North Carolina.

U.S. Bureau of the Census. 1949. *Historical Statistics of the United States, 1789—1945*. Washington, D.C.: U.S. Department of Commerce.

U.S. House of Representatives, Subcommittee of the Committee on Banking and Currency. 1913. *Money Trust Investigation: Investigation of Financial and Monetary Conditions in the United States under House Resolutions No. 429 and 504*. Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office.

U.S. Department of the Treasury. 1908. *Response of the Secretary of the Treasury to Senate Resolution No. 33 of December 12, 1907, Calling for Certain In-*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

formation in Regard to Treasury Operations, United States Depositaries, the Condition of National Banks, etc. Washington, D.C.: U.S. Government Printing Of.ce, 60th Congress, 1st Session, Senate, Doc. 208.

Van Kleeck, Mary. 1906—1907. "Working Hours of Women in Factories." *Charities and Commons* 17: 13—21.

——. 1913. *Artificial Flower Makers*. New York: Survey Associates, Inc., Russell Sage Foundation.

Varaiya, Nikhil P., and Kenneth R. Ferris. 1987. "Overpaying in Corporate Takeovers," *Financial Analysts Journal* 43 (May/June) 3: 64—70.

Warsh, David. 2006. *Knowledge and the Wealth of Nations: A Story of Economic Discovery*. New York: Norton.

Wicker, Elmus. 2000. *Banking Panics of the Gilded Age*. New York: Cambridge University Press.

Wiebe, Robert H. 1959. "The House for Morgan and the Executive, 1905—1913." *American Historical Review* 65: 49—60.

——. 1967. *The Search for Order 1877—1920*. New York: Hill & Wang.

——. 1995. *Self Rule: A Cultural History of American Democracy*. Chicago: University of Chicago Press.

Wister, Owen. 1930. *Roosevelt: The Story of a Friendship 1880—1919*. New York: MacMillan.

Wyman, Mark. 1993. *Round Trip to America: The Immigrants Return to Europe, 1880—1930*. Ithaca, N.Y.: Cornell University Press.

Zeidel, Robert F. 2004. *Immigrants, Progressives, and Exclusion Politics: The Dillingham Commission, 1900—1927*. DeKalb: Northern Illinois University Press.

Zuckoff, Mitchell. 2005. *Ponzi's Scheme: The True Story of a Financial Legend*. New York: Random House.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

习近平在2015年8月23日致第二十二届国际历史科学大会的贺信中指出，世界的今天是从世界的昨天发展而来的。今天世界遇到的很多事情可以在历史上找到影子，历史上发生的很多事情也可以作为今天的镜鉴。1907年金融大恐慌正是这样一个时刻让人警醒并引以为鉴的事件。

1907年，两个投机者操纵铜矿公司股价失[illegible]小事就像一只扇动翅膀的蝴蝶，由此引发了一场“完[illegible]的金融危机之一。

利用稀缺的材料，布鲁纳和卡尔逐日介绍了1907年危机的进展，揭示了危机发生的原因，为什么需要尽快解决以及可以从中汲取哪些教训。从旧金山大地震开始，到纽约主要金融机构之一被罢黜的领导人令人震惊的自杀，本书描述了围绕1907年金融大恐慌的核心问题。阅读本书的过程中，你不仅能够逐渐熟悉危机中发生的各种事件，而且能够发现英雄人物，如J.P.摩根在充满了不确定性和稳定性的时期，如何发挥个人的领袖作用，鼓舞士气。

如今，全球经济面临着同样的金融困境，这场危机背后的根源是什么？我们能够从一百多年前的历史中汲取什么教训呢？

在作者看来，金融危机的形成是多种因素共同作用的结果，每一次危机背后都隐藏着系统性根源。根据“完美风暴”的7大要素，作者将今天的危机归因为：

- 复杂性问题
- 强劲增长
- 不充分的安全缓冲机制
- 逆向领导力
- 实体经济冲击
- 过度担忧、贪婪以及其他失范的行为
- 集体行动失败



http://www.wiley.com

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.



汇我智慧 添您财富

网址：www.sufep.com

ISBN 978-7-5642-2369-4



定价：55.00元